

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
NÍVEL MESTRADO

KARINA RODRIGUES PEREIRA

OS PRINCÍPIOS PARA O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL (PRI) E O  
ATIVISMO DOS FUNDOS DE PENSÃO

SÃO LEOPOLDO

2012

Karina Rodrigues Pereira

OS PRINCÍPIOS PARA O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL (PRI) E O  
ATIVISMO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientador: Profº Dr. Iuri Gavronski  
Co-Orientador: Profº Dr. Tiago W. Alves

São Leopoldo

2012

Ficha catalográfica

P436p Pereira, Karina Rodrigues

Os Princípios para o Investimento Responsável (PRI) e o ativismo dos fundos de pensão / por Karina Rodrigues Pereira. – 2012.

78 f. : il., 30cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2012.

Orientação: Prof. Dr. Iuri Gavronski ; Coorientação: Prof. Dr. Tiago W. Alves.

1. Ativismo. 2. Fundos de pensão. 3. Princípios para o Investimento Responsável. 4. Responsabilidade ambiental. 5. Responsabilidade social. 6. Governança corporativa.

I. Título.

CDU 658.152

Catlogação na Fonte:

Bibliotecária Vanessa Borges Nunes - CRB 10/1556

Karina Rodrigues Pereira

OS PRINCÍPIOS PARA O INVESTIMENTO RESPONSÁVEL (PRI) E O  
ATIVISMO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em 19 de dezembro de 2012

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Ivan Lapuente Garrido – UNISINOS

---

Prof. Dr. Rafael Teixeira – UNISINOS

---

Prof. Dr. Igor Alexandre Clemente de Moraes – UNISINOS

---

Co-Orientador: Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves – UNISINOS

---

Orientador: Prof. Dr. Iuri Gavronski - UNISINOS

Visto e permitida a impressão

São Leopoldo, \_\_\_\_ / \_\_\_\_ / \_\_\_\_

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Claudia Cristina Bitencourt  
Coordenadora PPG em Administração

*À quem me ensina algo novo todos os dias,  
minha filha Isabella.*

## AGRADECIMENTOS

Muitas pessoas poderiam contar parte da história desta dissertação, pois estiveram envolvidas de alguma maneira na elaboração da mesma. Desta forma, agradeço a todos que estiveram próximos e que me ajudaram neste período.

Gostaria de agradecer em especial algumas pessoas, sem as quais seria impossível comemorar a conclusão desta etapa na minha formação acadêmica:

- Ao meu orientador, professor Dr. Iuri Gavronski, pela dedicação, orientação e principalmente pela confiança que depositou em mim, desde o dia em que nos conhecemos;

- Ao meu co-orientador, professor Dr. Tiago Alves, por aceitar o desafio desta dissertação e estar ao meu lado quando precisei;

- Aos avaliadores, os professores Ivan Garrido, Rafael Teixeira e Igor Moraes, por terem gentilmente aceito dar contribuições a este trabalho e a sua autora;

- À secretaria compartilhada das Ciências Econômicas da Unisinos, Sra. Ana Zilles, por toda a segurança que me passou durante o curso.

- À minha família: meus amados pais e esposo, pelo carinho, incentivo e por cuidarem do meu bem mais precioso (minha filha), enquanto eu me dedicava a escrever este estudo;

- E finalmente, gostaria de agradecer a todas as minhas amigas, em especial à Benilda, por me apoiarem sempre e me ajudarem a superar momentos de insanidade total (risos).

## RESUMO

Os Fundos de Pensão são importantes investidores institucionais, detentores de um grande volume de recursos, proveniente das poupanças previdenciárias de seus participantes. Com a finalidade de cumprir com seu principal objetivo (pagamento de benefícios futuros), os Fundos de Pensão precisam empregar seus recursos nas modalidades mais rentáveis de investimentos, levando em consideração o prazo e o nível de risco apresentado. Para auxiliá-los nesta questão, foram criados os Princípios para o Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment - PRI*), os quais consideram que empresas sustentáveis, do ponto de vista, ambiental, social e de governança corporativa podem gerar maior valor para o acionista no longo prazo, pois estão mais preparadas para enfrentar riscos futuros. Considerando que os Fundos de Pensão podem ocupar assento no conselho das empresas investidas, buscando auxiliá-las nas questões abordadas pelo PRI, o presente estudo tem como principal objetivo analisar a relação entre o ativismo exercido por um Fundo de Pensão brasileiro, signatário do PRI, e o nível de governança corporativa e práticas sustentáveis adotados pelas empresas investidas. Para a realização desta pesquisa foram elaborados e testados três modelos estatísticos. O primeiro modelo avalia a relação entre ativismo e responsabilidade ambiental (IRA), o segundo avalia a relação entre ativismo e responsabilidade social (IRS), e o último avalia a relação entre ativismo e governança corporativa (IGOV). Os dados foram coletados através do método de pesquisa documental e foram extraídos de diversas fontes. A amostra utilizada neste estudo foi selecionada a partir da carteira de investimentos da PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social, segundo maior Fundo de Pensão brasileiro. Foram consideradas 41 empresas, observadas pelo período de 10 anos (2001 à 2010). A metodologia aplicada para a regressão dos modelos estatísticos foi o método de Dados de Painel, com efeitos aleatórios. Por fim, foram apurados os resultados e analisados os índices de responsabilidade ambiental (IRA), responsabilidade social (IRS) e governança corporativa (IGOV) das empresas investidas, antes e após a presença do ativismo do Fundo de Pensão. Os resultados encontrados suportam as hipóteses de que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho socioambiental e o nível de governança corporativa das empresas nas quais investem.

**Palavras-chave:** ativismo, Fundos de Pensão, Princípios para o Investimento Responsável, responsabilidade ambiental, responsabilidade social, governança corporativa.

## ABSTRACT

Pension Funds are important institutional investors which hold a large amount of resources from the pension savings of their participants. In order to fulfill its main purpose (future benefit payments), Pension Funds need to invest their resources in the most profitable forms of investment, taking into account the time and the level of risk presented. The Principles for Responsible Investment - PRI were created in order to help them in this issue. The PRI consider that sustainable companies, in terms of environmental, social and corporate governance can generate higher shareholder value in the long run because they are better prepared to face future risks. Whereas Pension Funds can occupy a seat on the board of investee companies, seeking help them on issues addressed by the PRI, the present study has the main objective to analyze the relationship between activism practiced by a Brazilian Pension Fund, PRI signatory, and level of corporate governance and sustainable practices adopted by investees. To conduct this research three statistical models were developed and tested. The first model assesses the relationship between activism and environmental responsibility, the second evaluates the relationship between activism and social responsibility, and the last one evaluates the relationship between activism and corporate governance. Data were collected using the method of documentary research and were obtained from various sources. The sample used in this study was selected from the investment portfolio of PETROS - Petrobras Social Security Foundation, the second largest Pension Fund in Brazil. Forty one companies were considered, observed for a 10-year period (2001 to 2010). The methodology applied to the statistical models regression was the method of Panel Data, with random effects. Finally, the results were calculated and the rates of environmental responsibility, social responsibility and corporate governance of investees were analyzed before and after the presence of the activism of the Pension Fund. The results support the hypothesis that activism practiced by the Pension Funds is positively related to the level of socio-environmental performance and the level of corporate governance of companies in which they invest.

**Keywords:** activism, Pension Funds, Principles for Responsible Investment, environmental responsibility, social responsibility, corporate governance.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Categorias de Responsabilidade Social.....	31
Figura 2 – Modelo da pesquisa e hipóteses.....	37
Gráfico 1 - Evolução do número de signatários do PRI e seus ativos.....	19
Gráfico 2 - Signatários do PRI por região.....	20
Gráfico 3 - Evolução do IRA em empresas que receberam o ativismo da PETROS.....	57
Gráfico 4 - Evolução do IRS em empresas que receberam o ativismo da PETROS.....	60
Gráfico 5 - Evolução do IGOV em empresas que receberam o ativismo da PETROS.....	63
Quadro 1 - Princípios para o Investimento Responsável e ações recomendadas ....	22
Quadro 2 - Questões para elaboração do Índice de Responsabilidade Ambiental ...	39
Quadro 3 - Questões para elaboração do Índice de Responsabilidade Social.....	41
Quadro 4 - Questões para elaboração do Índice de Governança Corporativa.....	42
Quadro 5 - Variáveis de Controle.....	44
Quadro 6 - Sistemas utilizados na coleta de dados – Variáveis dependentes .....	47
Quadro 7 - Sistemas utilizados na coleta de dados - Variáveis de controle.....	48

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fundos de Pensão brasileiros signatários do PRI e seus investimentos .	21
Tabela 2 – Estatística descritiva e matriz de correlação.....	53
Tabela 3 – Índice de Responsabilidade Ambiental.....	56
Tabela 4 – Índice de Responsabilidade Social.....	59
Tabela 5 – Índice de Governança Corporativa.....	62

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>17</b>
<b>2.1 Ativismo – Motivação e Conceito.....</b>	<b>17</b>
<b>2.2 Os Princípios para o Investimento Responsável.....</b>	<b>19</b>
<b>2.3 ESG - Environmental, Social and Corporate Governance .....</b>	<b>24</b>
2.3.1 Responsabilidade Ambiental .....	25
2.3.2 Responsabilidade Social Empresarial .....	28
2.3.3 Governança Corporativa .....	33
<b>3 METODOLOGIA DE PESQUISA.....</b>	<b>37</b>
<b>3.1 Modelo de Pesquisa .....</b>	<b>37</b>
<b>3.2 Definição das Variáveis Dependentes .....</b>	<b>39</b>
3.2.1 Responsabilidade Ambiental .....	39
3.2.2 Responsabilidade Social .....	40
3.2.3 Governança Corporativa .....	41
<b>3.3 Definição da Variável Independente .....</b>	<b>43</b>
3.3.1 Ativismo do Fundo de Pensão.....	43
<b>3.4 Definição das Variáveis de Controle.....</b>	<b>43</b>
<b>3.5 Amostra, Coleta e Tratamento dos Dados .....</b>	<b>45</b>
<b>4 RESULTADOS.....</b>	<b>51</b>
<b>4.1 Estatística descritiva.....</b>	<b>51</b>
<b>4.2 Índice de Responsabilidade Ambiental – IRA.....</b>	<b>54</b>
<b>4.3 Índice de Responsabilidade Social – IRS.....</b>	<b>58</b>
<b>4.4 Índice de Governança Corporativa – IGOV .....</b>	<b>61</b>
<b>4.5 Variáveis de Controle.....</b>	<b>63</b>
<b>4.6 Discussão dos resultados .....</b>	<b>65</b>
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>68</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>71</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A sustentabilidade tem sido pauta de evolutivas discussões entre os grandes investidores mundiais nos últimos anos. O reconhecimento de que aspectos ambientais, sociais e de governança podem trazer oportunidades e riscos no longo prazo e afetar o desempenho dos mais diversos portfólios de investimentos, tem chamado a atenção dos Investidores Institucionais, em especial, dos Fundos de Pensão.

Os Fundos de Pensão, também conhecidos como Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), são responsáveis pela administração de um grande volume de recursos provenientes de poupanças individuais de seus participantes, grupos específicos de trabalhadores, empregados das empresas Patrocinadoras do Fundo ou associados a entidades representativas de classe, denominadas Instituidoras. Seu principal objetivo é proporcionar um benefício futuro de aposentadoria aos seus participantes. Para concretização desse objetivo, os Fundos de Pensão precisam empregar seus recursos nas modalidades mais rentáveis de investimentos, levando em consideração o prazo e o nível de risco apresentado.

Baima (1998) menciona que a importância dos Fundos de Pensão pode ser analisada sob dois aspectos: primeiro, a sua relevância do ponto de vista social, pelos benefícios oferecidos aos seus participantes e pelo desempenho na criação de empregos; e segundo, a sua magnitude como Investidor Institucional, dispendo de recursos aplicados no longo prazo, essenciais à formação bruta de capital fixo da economia, à democratização do capital das empresas e à geração de poupança interna.

Devido ao seu caráter de longo prazo, os ativos de Fundos de Pensão são frequentemente citados como veículos para o uso de fatores ambientais, sociais e de governança (*Environmental, Social and Corporate Governance* - ESG), em seus critérios extra-financeiros de investimentos (HIMICK, 2011). O *Enhanced Analytics Initiative* define que as questões de ESG tem uma ou mais das seguintes características: (a) são o foco de interesse público (por exemplo, organismos geneticamente modificados); (b) são qualitativas e não facilmente quantificáveis em termos monetários (por exemplo, governança corporativa, capital intelectual); (c) refletem as externalidades não bem captadas por mecanismos de mercado (poluição

ambiental, por exemplo); (d) são muitas vezes o foco de uma política repreensiva ou um modelo regulamentar (por exemplo, emissões de gases de efeito estufa); ou (e) surgem em toda a cadeia de suprimentos da empresa (por exemplo, questões trabalhistas em fábricas de fornecedores) (NAÇÕES UNIDAS, 2006).

Com o intuito de auxiliar os Fundos de Pensão na condução dessas questões, a Organização das Nações Unidas, juntamente com representantes dos 20 maiores investidores institucionais do mundo, elaboraram em 2006, os Princípios para o Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment - PRI*). Esses princípios têm por objetivo nortear as ações de integração de critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) às decisões de investimento.

Na condição de investidores institucionais, temos o dever de priorizar os melhores interesses de longo prazo de nossos beneficiários. Neste papel de fiduciários<sup>1</sup>, acreditamos que temas como meio ambiente, desenvolvimento social e governança corporativa (ESG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento (variando em níveis por empresas, setores, regiões, classe de ativos e através do tempo). Também reconhecemos que a aplicação desses Princípios pode melhor alinhar os investidores aos objetivos mais amplos da sociedade (NAÇÕES UNIDAS, 2006, p. 4).

Os Princípios para o Investimento Responsável envolvem seis tópicos principais que estabelecem: (1) incluir questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão; (2) agir de forma ativa e incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos; (3) buscar a transparência adequada nas empresas investidas, quanto às questões de ESG; (4) promover a aceitação e a implementação dos princípios no conjunto de investidores institucionais; (5) trabalhar em conjunto para reforçar a eficiência na implementação dos Princípios; e (6) divulgar as atividades e progressos em relação à implementação dos Princípios (NAÇÕES UNIDAS, 2006).

Os princípios são de adesão voluntária e os signatários que aderem ao PRI, se comprometem publicamente a adotar os seis princípios definidos e implementá-los, onde forem consistentes com as responsabilidades fiduciárias dos mesmos. Também se comprometem a avaliar sua eficácia e aprimorar seu conteúdo ao longo do tempo (NAÇÕES UNIDAS, 2006).

---

<sup>1</sup> O dever fiduciário faz-se imprescindível sempre que um proprietário delega a um administrador poderes decisórios sobre a gestão de sua propriedade, cabendo a este o dever de não colocar os seus interesses pessoais ou de terceiros à frente dos interesses de quem lhe confiou tais poderes. Trata-se, de uma relação de confiança e lealdade (COMISSÃO TÉCNICA NACIONAL DE GOVERNANÇA DA ABRAPP, 2009).

Em adição a esse contexto, uma característica importante dos Investidores Institucionais apontada por Monks e Minow (2007) é a sua postura ativa com relação ao gerenciamento das companhias de capital aberto em que são acionistas. Os autores mencionam, que impulsionados pela tentativa de minimizar os conflitos de agência entre acionistas e executivos, os investidores institucionais podem exercer o ativismo sobre as empresas investidas, integrando os conselhos de administração e fiscal, participando das decisões e reivindicando modificações na forma de atuação dessas empresas. O ativismo dos Fundos de Pensão promove mudanças significativas no comportamento das empresas nas quais investem e também gera retornos atraentes para os investimentos, conforme demonstrado nos estudos de Guercio e Hawkins (1999).

Para exemplificar esta atuação ativista dos Fundos de Pensão podemos citar a trajetória da atual Brasil Foods. Alguns dos maiores Fundos de Pensão do país, com o apoio do BNDES, compraram ações da empresa Perdigão, que na época passava por dificuldades financeiras. A atuação articulada desses Fundos propiciou à empresa condições crescentes de eficiência, com uma gestão altamente profissionalizada e a adoção de melhorias na governança corporativa. A empresa foi alçada ao novo mercado, com controle disperso. Atingiu excelência em termos de solidez econômica, expandindo-se no mercado nacional, alcançando a condição de terceiro maior produtor de proteína do Brasil, com forte atuação no segmento de lácteos, congelados, entre outros. A expansão também ocorreu no mercado externo, com grande parcela da sua receita advinda de exportações. Por fim, a empresa conquistou a união com sua principal concorrente, a Sadia, em condições bastante favoráveis aos seus acionistas, gerando uma das maiores companhias de alimentos do mundo (OLIVEIRA, 2010).

Vários estudos analisaram o impacto do ativismo dos Fundos de Pensão sobre as empresas investidas. Smith (1996) identificou que 72% das empresas alvo do ativismo exercido pelo maior Fundo de Pensão Público dos Estados Unidos, o California Public Employees Retirement System (CalPERS), adotaram as mudanças propostas ou realizaram as alterações solicitadas pelo Fundo. Guercio e Hawkins (1999) analisaram não somente o impacto do ativismo dos Fundos de Pensão, como também sua motivação, e identificaram uma heterogeneidade significativa em relação às formas de ativismo exercida pelos Fundos e os impactos nas empresas alvo, da mesma forma, encontraram como única evidência de motivação do ativismo

a maximização do valor do investimento dos Fundos de Pensão. Gillan e Starks (1999) verificaram que propostas de alteração elaboradas por investidores ativos tiveram menor aceitação dos Conselhos do que outras, contudo, auferiram melhores resultados no preço das ações da empresa. Alguns estudos, no entanto, não identificam efeitos de mudança significativos sobre as empresas alvo após a atuação ativa dos Fundos de Pensão, como é o caso da pesquisa de Wahal (1996), que não evidenciou melhora significativa no longo prazo, nem no preço da ação, nem em medidas contábeis de desempenho.

No Brasil, o tema tem sido abordado mais recentemente e de forma mais discreta. Crisóstomo e González (2006) verificaram um crescimento da participação dos Fundos de Pensão na propriedade das empresas brasileiras no período de 1995 a 2002, especialmente entre os cinco principais acionistas. Os autores observaram também que apesar de não haver indícios de que a participação ativa dos Fundos de Pensão seja um fator determinante para a melhora no desempenho da empresa, para a maioria dos índices de desempenho analisados, os resultados indicaram uma média superior no ano de 2002 para as empresas que apresentaram Fundos de Pensão entre os cinco principais acionistas. Os estudos de Punsuvo, Kayo e Barros (2007) analisaram a relação entre a participação acionária dos Fundos de Pensão e a qualidade da governança corporativa das empresas investidas e verificaram uma relação negativa entre as variáveis, sugerindo que quanto maior a participação acionária do Fundo de Pensão, menor a qualidade dos mecanismos de governança da empresa investida. Os autores concluíram que num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas como no Brasil, parece ser razoável aceitar a ideia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionária dos Fundos de Pensão.

Contudo, essas abordagens têm seu foco voltado apenas para a Governança Corporativa, não contemplando as questões de sustentabilidade socioambiental. Outros estudos analisaram as questões de ESG (*Environmental, Social and Corporate Governance*) em particular, como é o caso de Abramson e Chung (2000), que investigaram se investimentos socialmente responsáveis são viáveis economicamente. Os autores concluíram que esses investimentos além de serem uma alternativa ou estilo de gestão, proporcionaram retornos competitivos em relação ao benchmark no período. Amalric (2006) apresentou duas abordagens de comportamentos corporativos que devem receber a atenção dos fundos de pensão

no sentido de integrar as questões de sustentabilidade ao cumprimento do seu dever fiduciário. Na primeira abordagem, o autor menciona que empresas podem ter um impacto positivo sobre o retorno do capital a longo prazo por promover mudanças sociais e ambientais. Na segunda abordagem, o autor menciona sobre a responsabilidade cívica do investidor institucional, como em desempenhar um papel mais ativo nos debates de políticas públicas, explorando as responsabilidades dos fundos de pensão em face das ameaças levantadas pelas principais tendências sociais, tais como crise ambiental, desigualdades crescentes entre diferentes regiões do mundo, transição demográfica no envelhecimento das sociedades, as quais terão um impacto sobre o retorno do capital no longo prazo. Himick (2011) argumenta que o foco contínuo nos resultados dos investimentos pode colocar desafios aos fatores de ESG e mencionou que é necessário um estudo mais aprofundado da técnica de avaliação de desempenho relativo (*Relative Performance Evaluation - RPE*) visando incluir também critérios de sustentabilidade. Os estudos mencionados abordam as questões de ESG apenas em relação aos investimentos dos Fundos de Pensão. Entretanto, não se verifica na literatura estudos que analisam a relação entre o ativismo dos Fundos de Pensão e a influência exercida sobre as empresas investidas, com relação aos critérios de ESG.

Sabendo-se que os Princípios para o Investimento Responsável buscam integrar as questões de ESG às decisões de investimentos e que esta ação no longo prazo pode representar retornos mais consistentes aos investimentos e menor risco; e que o principal objetivo dos Fundos de Pensão é administrar os recursos de seus participantes da melhor forma, buscando os investimentos mais rentáveis no longo prazo, com o menor risco; e ainda, levando em consideração o ativismo dos Fundos de Pensão, que podem influenciar o comportamento das empresas investidas; pergunta-se: O ativismo exercido pelos Fundos de Pensão influencia as práticas sustentáveis e de governança das empresas nas quais investem?

No intuito de responder a questão de pesquisa, delinea-se o seguinte objetivo geral: analisar a relação entre o ativismo exercido por um Fundo de Pensão brasileiro, signatário do PRI, e o nível de governança corporativa e práticas sustentáveis adotados pelas empresas investidas.

Para alcançar este objetivo foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) definir a forma de ativismo exercida pelo Fundo de Pensão e identificar as empresas investidas;
- b) estabelecer critérios e/ou indicadores para medir o nível de governança corporativa e a adoção de práticas sustentáveis nas empresas investidas;
- c) analisar esses critérios e/ou indicadores nas empresas investidas, antes e após a presença do ativismo do Fundo de Pensão brasileiro, signatário do PRI.

A relevância do estudo pode ser observada quando se depara com a crescente demanda pela ampliação de conhecimentos sobre investimentos responsáveis. Isso porque os Fundos de Pensão têm sentido a necessidade de encontrar oportunidades de investimentos que levem aos melhores retornos financeiros no longo prazo e ainda proporcione um alinhamento entre seus objetivos e os ideais da sociedade como um todo.

Da mesma forma, a execução desta pesquisa é relevante à medida que contribui com uma análise, ainda não realizada, sobre a influência exercida pela participação ativa dos Fundos de Pensão nas empresas investidas.

Finalmente, a viabilidade de execução desta pesquisa justifica-se pelo interesse do setor de previdência complementar, como um todo, incluindo além dos Fundos de Pensão, suas patrocinadoras, seus participantes, associações e sindicatos da categoria, disponibilizando desta forma, acesso as informações e dados importantes para elaboração deste estudo.

Pode-se dizer que a escolha desse tema contempla simultaneamente os três critérios apontados por Castro (1978) como apropriados para a seleção de um bom tema de pesquisa: importância, originalidade e viabilidade. Portanto, justifica-se o emprego dos esforços na realização do estudo proposto.

Esta dissertação está estruturada, a partir do capítulo introdutório, em quatro partes. No Capítulo 2 – Referencial Teórico – são reunidos os principais conceitos e teorias a respeito do ativismo, dos princípios para o investimento responsável, da responsabilidade ambiental, da responsabilidade social empresarial e da governança corporativa. No Capítulo 3 – Metodologia de Pesquisa – são apresentados os modelos e as hipóteses da pesquisa, a definição das variáveis, as características da amostra, a forma de coleta e a forma de tratamento dos dados. O Capítulo 4 – Resultados – abordará a estatística descritiva, o tratamento das variáveis, a análise e a discussão dos resultados. E por fim, no Capítulo 5 – Conclusão – são

apresentadas as considerações finais, limitações da pesquisa e recomendações para trabalhos futuros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo visa oferecer sustentação e esclarecer temas que estão diretamente relacionados ao Ativismo, aos Princípios para o Investimento Responsável e as práticas sustentáveis e de governança corporativa.

### 2.1 Ativismo – Motivação e Conceito

Segundo Amalric (2006), os Fundos de Pensão têm um papel especial a desempenhar para facilitar mudanças de direção sustentáveis nas sociedades, tendo em vista seus objetivos de investimento específicos e sua capacidade nominal de influência de conduta corporativa. Neste trabalho, o ativismo do acionista é definido como a capacidade de comprometer, interagir, impor e monitorar a empresa na qual se investe, seja por meio de grande participação acionária, participação nos Conselhos ou direito de voto.

Para compreender o surgimento do movimento de ativismo dos Fundos de Pensão é preciso primeiramente introduzir suas motivações e razões históricas, principalmente com relação aos conflitos de agência que surgem ao longo do ciclo de vida das empresas.

Ross (1973) menciona que a relação de agência é um dos modos mais comuns e antigos de interação social. A relação de agência surge entre duas (ou mais) partes, quando um, designado como o “agente”, atua em representação de outro, designado como o “principal”, em processos específicos de decisão. Segundo Jensen e Meckling (1976), os conflitos de agência surgem quando ambas as partes do relacionamento buscam maximizar suas próprias utilidades, que nem sempre são coincidentes, podendo em alguns momentos, o agente agir em bem próprio e não para o melhor alcance dos interesses do principal.

A Teoria da Agência, definida por Ross (1973) e complementada por Jensen e Meckling (1976), nos remete a conclusão de que, sendo amplas as fontes potenciais de conflitos de interesses entre o principal e o agente, a única forma de garantir a remuneração adequada aos acionistas da empresa passa pelo reforço da coerção dos executivos pelos detentores das ações (SCHERER, 2003).

Neste contexto, surgem as práticas de governança corporativa como forma de mitigar os problemas referentes ao relacionamento entre acionistas e empresas, a

constituição dos conselhos de administração e a atuação da diretoria executiva (PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007). Dalton et al. (1998 apud PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007) observaram que os conselhos exerciam uma atuação apenas figurativa, pois não agiam no sentido de defender os interesses dos acionistas. Muito pelo contrário, aprovavam matérias de interesses particulares. Quando avaliada a atuação da diretoria executiva, segundo os mesmos autores, os acionistas manifestavam crescente descontentamento em relação a diversas práticas, tais como: autobenefícios em escalas exageradas, gestão mais focada no curto prazo, estratégias defensivas e decisões não consensuais que exerciam impactos significativos na empresa.

Como resposta aos conflitos mencionados, os Fundos de Pensão passaram a assumir uma postura mais ativa nas relações com as empresas nas quais investiam. Gillan e Starks (1998) apontam que o ativismo dos acionistas surge quando eles acreditam que houve falha nas decisões do Conselho de Administração e não estão satisfeitos com o desempenho da empresa. Desta forma, o movimento do ativismo pode ser entendido como uma sequencia de reações ao desempenho da empresa. Monks e Minow (2007) acrescentam que talvez a contribuição mais significativa dos Fundos de Pensão, foi a de tornar o mundo um lugar desconfortável para o diretor de uma companhia de baixo desempenho.

Gillan e Starks (1998) definem o acionista ativo como um investidor que tenta mudar o *status quo* da empresa, sem alterar seu controle. Os autores mencionam que o ativismo dos acionistas é por vezes referido como um investimento de relacionamento. O termo "*relationship investing*" implica em uma associação cooperativa entre a empresa e um ou mais investidores institucionais, trabalhando em conjunto, para alcançar as mudanças necessárias na organização.

A partir de estudos realizados no período de 1987 a 1993 no maior Fundo de Pensão Público dos Estados Unidos, o CalPERS (California Public Employees Retirement System), Smith (1996) verificou que o ativismo dos acionistas é em grande parte bem sucedido na mudança da estrutura de governança das empresas e, quando bem sucedido, resulta em um aumento estatisticamente significativo na riqueza dos mesmos. Wahal (1996), no entanto, estuda a eficácia do ativismo dos Fundos de Pensão nas empresas alvo de nove fundos importantes no mesmo período da pesquisa de Smith, mas não encontra evidências de melhoria no desempenho das ações a longo prazo, lançando dúvidas sobre a eficácia do

ativismo dos fundos de pensão como um substituto para um mercado ativo de controle corporativo.

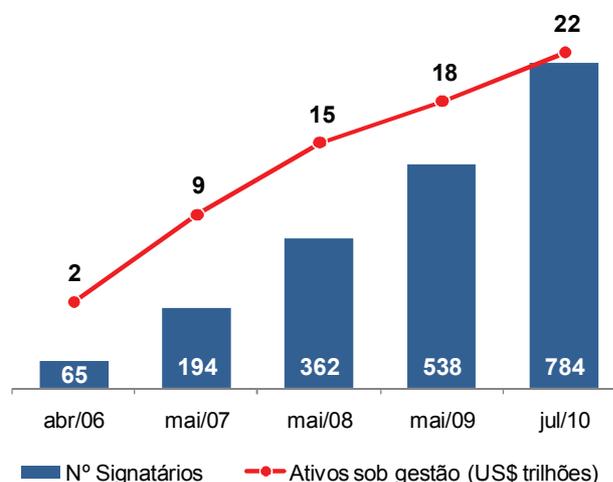
## 2.2 Os Princípios para o Investimento Responsável

Conforme abordado anteriormente, os Princípios para o Investimento Responsável são, em essência, um conjunto das melhores práticas globais para a inclusão de critérios ambientais, sociais e de governança nas decisões de investimentos (NAÇÕES UNIDAS, 2007).

Incorporar os critérios ambientais, sociais e de governança nas tomadas de decisões sobre os investimentos, permite a influência natural destas práticas nas empresas investidas, promovendo uma boa cidadania corporativa e construindo uma economia global mais estável, sustentável e inclusiva, segundo Ban Ki-moon, Secretário Geral das Nações Unidas (NAÇÕES UNIDAS, 2007).

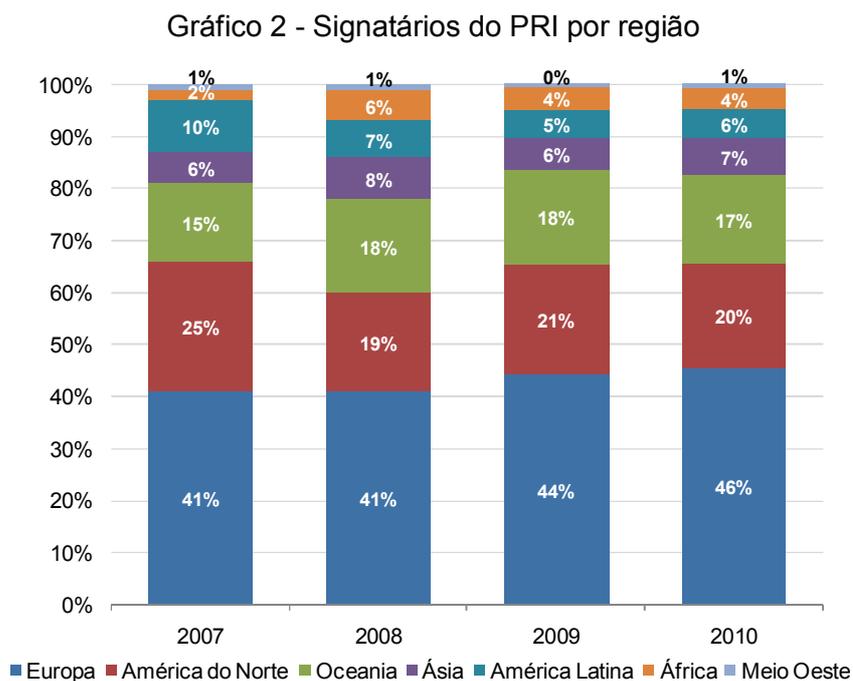
Desde o lançamento do *Principles for Responsible Investment* (PRI), em abril de 2006, números crescentes de investidores institucionais de todas as regiões do mundo estão aderindo ao PRI, marcando um grande avanço nos principais mercados financeiros. Os primeiros investidores institucionais a assinarem os Princípios, na data de seu lançamento na Bolsa de Valores de Nova Iorque, totalizaram 65 entidades, com um patrimônio sob gestão de aproximadamente US\$ 2 trilhões. No último relatório anual apresentado pela UNEP em 2010, o total de signatários do PRI alcançou o número de 784 investidores e superou o valor de US\$ 22 trilhões de ativos sob gestão, conforme evolução demonstrada no gráfico 1.

Gráfico 1 - Evolução do número de signatários do PRI e seus ativos



Fonte: Elaborado pela autora com base nos relatórios do PRI (2007/2010)

Outro crescimento importante está relacionado ao número de novos países que aderiram aos Princípios. Na data de elaboração do PRI, 16 países englobavam o conjunto de signatários. Cinco anos mais tarde, essas práticas atingiram 45 países. No gráfico 2, é possível verificar a dispersão dos signatários por região, destacando-se a Europa e a América do Norte, pela maior concentração de signatários no período.



Fonte: Elaborado pela autora com base nos relatórios do PRI (2007/2010)

No Brasil, os Fundos de Pensão que aderiram as práticas do PRI totalizam 15 entidades de 350 cadastradas junto a PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Entretanto, do volume total de investimentos de todos os Fundos de Pensão brasileiros, posicionado em dezembro de 2010 (R\$ 543.726,12 milhões), 61% eram ativos desses Fundos, ou seja, R\$ 333.575,05 milhões, conforme demonstrado na tabela 1.

Tabela 1 - Fundos de Pensão brasileiros signatários do PRI e seus investimentos

<b>Fundos de Pensão Brasileiros Signatários do PRI</b>	<b>Investimentos (R\$ milhões)</b>
PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil	151.730
PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social	51.630
FUNCEF – Fundação dos Economiários Federais	43.634
FUNDAÇÃO CESP	18.617
VALIA – Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social	13.611
SISTEL – Fundação Sistel de Seguridade Social	11.473
BANESPREV – Fundo Banespa de Seguridade Social	9.765
FORLUZ – Fundação Forluminas de Seguridade Social	8.948
CENTRUS – Fundação Banco Central de Previdência Privada	8.447
REAL GRANDEZA – Fundação de Previdência e Assistência Social	8.505
ECONOMUS - Instituto de Seguridade Social	3.542
INFRAPREV – Instituto Infraero de Seguridade Social	1.707
FAELBA - Fundação Coelba de Previdência Complementar	1.249
CELPOS – Fundação CELPE de Seguridade Social	527
FASERN – Fundação Cosern de Previdência Complementar	190
<b>Total</b>	<b>333.575</b>

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados do PRI ([2011?]), no Consolidado Estatístico da ABRAPP (2011) e na Estatística mensal da PREVIC (2010).

Os seis princípios gerais do PRI, já listados na introdução deste trabalho, são sustentados por um conjunto de 35 possíveis ações que os investidores institucionais podem realizar para integrar os critérios ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG - *Environmental, Social and Corporate Governance*) às suas atividades de investimento. Essas ações, conforme listadas no quadro 1, dizem respeito a uma variedade de questões que englobam a tomada de decisão de investimento, a participação ativa do investidor, a transparência, a colaboração e um maior apoio do mercado financeiro a estas práticas.

Quadro 1 - Princípios para o Investimento Responsável e ações recomendadas

(continua)

Princípios para o Investimento Responsável	Ações
<b>1</b> Incorporar as questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Enfatizar as questões de ESG nas políticas de investimentos;</li> <li>- Apoiar o desenvolvimento de ferramentas, métricas e métodos de análise relacionados aos fatores de ESG;</li> <li>- Avaliar as capacidades dos gestores de investimentos internos de incorporar os fatores de ESG;</li> <li>- Avaliar as capacidades dos gestores de investimentos externos de incorporar os fatores de ESG;</li> <li>- Solicitar aos prestadores de serviço tais como analistas financeiros, consultores, corretores, firmas de pesquisa ou agências de avaliação, que integrem os fatores de ESG em suas pesquisas e análises;</li> <li>- Incentivar pesquisas acadêmicas ou outras sobre esse tópico;</li> <li>- Promover o treinamento em ESG para profissionais da área de investimentos;</li> </ul>
<b>2</b> Ser um proprietário ativo e incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de detenção de ativos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Desenvolver e divulgar uma política ativa de propriedade em conformidade com os Princípios;</li> <li>- Exercer direito de voto ou supervisionar a conformidade com a política de voto (em caso de terceirização);</li> <li>- Desenvolver a capacidade de comprometimento (por meios diretos ou terceirizados);</li> <li>- Participar do desenvolvimento de políticas, regras e estabelecimento de padrões (tais como, promoção e proteção dos direitos dos acionistas);</li> <li>- Registrar as resoluções dos acionistas consistentes com a visão de longo prazo dos fatores de ESG;</li> <li>- Atuar com as empresas no engajamento sobre as questões de ESG;</li> <li>- Participar de iniciativas de engajamento colaborativo;</li> <li>- Solicitar aos gestores de investimentos que se comprometam e relatem sobre o compromisso relacionado a ESG.</li> </ul>

(continuação)

Princípios para o Investimento Responsável	Ações
<p><b>3</b> Buscar a transparência adequada nas empresas investidas quanto às questões de ESG</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Solicitar relatórios padronizados sobre as questões de ESG (usando ferramentas como Relatórios de Responsabilidade Sócio Ambiental, entre eles o Global Reporting Initiative - GRI);</li> <li>- Solicitar que as questões relacionados a ESG sejam integradas aos relatórios financeiros anuais;</li> <li>- Solicitar informações a empresa, no que se refere a adoção ou aderência às normas relevantes, padrões, códigos de condutas ou iniciativas internacionais (tais como, o Pacto Global das Nações Unidas);</li> <li>- Apoiar as iniciativas e resoluções dos acionistas que promovem a divulgação de ESG.</li> </ul>
<p><b>4</b> Promover a aceitação e implementação dos Princípios no conjunto de investidores institucionais</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Incluir requisitos relacionados aos Princípios nas solicitações de propostas (<i>Requests for Proposals - RFPs</i>);</li> <li>- Alinhar mandatos de investimentos, procedimentos de monitoramento, indicadores de desempenho e estruturas de remuneração de forma adequada (por exemplo, garantir que processos de gestão de investimentos considerem horizontes de longo prazo quando apropriado);</li> <li>- Comunicar as expectativas com relação aos fatores de ESG para prestadores de serviços de investimentos;</li> <li>- Rever as relações com os prestadores de serviços que não cumpram as expectativas de fatores de ESG;</li> <li>- Apoiar o desenvolvimento de ferramentas para a avaliação da integração à ESG;</li> <li>- Apoiar o desenvolvimento de regulações ou de políticas que permitam a implementação dos Princípios.</li> </ul>
<p><b>5</b> Trabalhar junto aos demais investidores, para reforçar a eficiência na implementação dos Princípios</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Apoiar/participar de redes de relacionamento e informação para compartilhar ferramentas e recursos e fazer uso de relatórios de investidores como fonte de aprendizagem;</li> <li>- Endereçar coletivamente assuntos emergentes relevantes;</li> <li>- Desenvolver ou apoiar iniciativas de colaboração consideradas adequadas.</li> </ul>

Princípios para o Investimento Responsável	Ações
<b>6</b> Divulgar as atividades e progressos em relação à implementação dos Princípios	- Divulgar como os fatores de ESG estão integrados com as práticas de investimento;
	- Divulgar atividades de acompanhamento das empresas (votação, engajamento, políticas de diálogo);
	- Divulgar o que é solicitado aos prestadores de serviços em relação aos Princípios;
	- Comunicar aos beneficiários sobre as questões de ESG e os Princípios;
	- Relatar sobre o progresso e/ou realizações relacionadas aos princípios usando uma abordagem <i>Comply</i> ou <i>Explain</i> , ou seja, relatar como os princípios estão sendo executados ou fornecer uma explicação sobre os itens que não estão de acordo;
	- Buscar determinar o impacto dos Princípios; - Fazer uso dos relatórios para estimular a consciência de um grupo mais amplo de atores ou partes interessadas.

Fonte: Nações Unidas (2007).

Os Princípios para o Investimento Responsável, são de adesão voluntária e oferecem como benefícios: (I) uma estrutura comum para integrar as questões de ESG; (II) acesso a exemplos das boas práticas de uma rede global de pares (incluindo muitos dos maiores investidores institucionais mundiais); (III) oportunidade de colaborar e de se integrar com outros signatários, reduzindo o custo de pesquisa e implementação; (IV) benefícios obtidos através da publicidade, que valorizam o alto nível de engajamento na integração das questões de ESG; e (V) acesso a instrumentos de avaliação e modelos de relatórios padrão. Além dos benefícios apresentados, o PRI oferece também uma estrutura de suporte para auxiliar os signatários na implementação dos Princípios.

### 2.3 ESG - Environmental, Social and Corporate Governance

Robert Monks e Nell Minow desenvolveram o conceito de Investidor Universal (*Universal Owner*) o qual se adequa perfeitamente as características dos Fundos de Pensão, pois são instituições fiduciárias de grande porte, cujo principal atributo é possuir em seu portfólio um conjunto expressivo de ações alocadas no longo prazo,

característica essa, que vincula sua rentabilidade não ao retorno isolado de seus investimentos, mas ao desempenho da economia como um todo (HAWLEY; WILLIAMS, 2000).

Desta forma, alguns autores sustentam a hipótese de que o desempenho econômico de longo prazo está diretamente relacionado a quatro dimensões: capital humano (LUCAS, 1990; BARRO, 1991; MANKIW et al., 1992; BLOOM et al., 2001; AMALRIC, 2006), capital social (PUTNAM, 1993, FUKUYAMA, 1995; KNACK E KEEFER, 1997; PORTA et al., 1997; HARRISON; HUNTINGTON, 2000, AMALRIC, 2006), capital natural (HAWKEN; LOVINS; LOVINS, 1999; AMALRIC, 2006) e capital político (SALA-I-MARTIN, 1997; AMALRIC, 2006).

Segundo Amalric (2006), as empresas podem auferir um impacto positivo sobre o retorno de longo prazo por promover mudanças nas quatro dimensões anteriores, bem como podem sofrer um impacto negativo sobre o retorno do capital por subutilizar ou não observar essas dimensões. O autor menciona que estratégias corporativas somadas as quatro dimensões impactam o retorno sobre o capital no longo prazo e promovem o crescimento econômico dos países. Amalric (2006) menciona ainda que os Fundos de Pensão se preocupam com o desempenho das economias nas quais investem, devido ao seu dever fiduciário e seus compromissos de longo prazo, e por este motivo buscam investir em empresas que sinalizam estas iniciativas.

Neste contexto, os critérios de ESG - *Environmental, Social and Corporate Governance* são utilizados como forma de incluir questões de responsabilidade ambiental (capital natural), responsabilidade social empresarial (capital humano e capital social) e governança corporativa (capital político) nas decisões de investimento. Para melhor entendimento dessas questões serão abordados, nas seções seguintes, os conceitos e principais estudos relacionados a cada uma delas.

### 2.3.1 Responsabilidade Ambiental

O conceito de sustentabilidade tem suas raízes na década de 1970, quando a explosão demográfica e os impactos causados pelo crescimento econômico, mais especificamente pela utilização indiscriminada dos recursos naturais, começam a preocupar governos, pesquisadores e empresas. Dois eventos importantes intensificam o debate a respeito do esgotamento do modelo de desenvolvimento até

então praticado. O primeiro foi o Clube de Roma, em 1970, que abordou o esgotamento dos recursos naturais finitos, dado o crescimento exponencial de seu consumo (ALMEIDA, 2006; GAVRONSKI, 2009). A partir desse evento, surge um dos mais conhecidos estudos sobre sustentabilidade, o relatório *The Limits to Growth* (MEADOWS et al., 1972). O segundo foi a Conferência Mundial sobre o Homem e o Meio Ambiente, também conhecida como Conferência de Estocolmo, realizada pela ONU, em 1972. Este evento fez emergir um novo espaço institucional para discussões sobre sustentabilidade, considerando além do governo e órgãos intergovernamentais, organizações não-governamentais (ALMEIDA, 2006).

Após a tomada de consciência desses problemas, as discussões sobre as questões ambientais evoluíram muito. Contudo, foi a partir dos anos 80, que o conceito de sustentabilidade tomou forma, através do Relatório *Brundtland*, elaborado pela Comissão Mundial de Meio Ambiente e Desenvolvimento. Nele foi definido que “a humanidade é capaz de tornar o desenvolvimento sustentável – de garantir que ele atenda as necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras atenderem também às suas” (CMMAD, 1991, p. 9).

O *International Institute for Sustainable Development* – IISD sugere que o desenvolvimento sustentável no âmbito empresarial significa a adoção de estratégias de negócios e atividades que atendam as necessidades atuais da empresa e de seus *stakeholders*, ao mesmo tempo em que protegem, mantêm e melhoram os recursos humanos e naturais que serão necessários no futuro (IISD, 2003 apud ALMEIDA, 2006). Outros autores entendem o conceito de sustentabilidade empresarial como ações que promovem a inclusão social, reduzem e/ou otimizam o uso de recursos naturais e o impacto sobre o meio ambiente, sem desprezar a rentabilidade econômico-financeira da empresa (ATKINSON, 2000; HOFFMAN, 2000; BOVESPA, 2005 apud ARAÚJO; MENDONÇA, 2009).

Dada a abrangência dos conceitos de desenvolvimento sustentável, a abordagem do *Triple Bottom Line* (ELKINGTON, 1999) emerge como um dos principais instrumentos para auxiliar as empresas na busca pela atuação sustentável. O *Triple Bottom Line* (TBL) avalia elementos econômico-financeiros, sociais e ambientais de forma integrada. Segundo essa abordagem, para atingir o desenvolvimento sustentável a empresa precisa analisar seu negócio sob as três dimensões: crescimento econômico, proteção ambiental e equidade social. Almeida (2006) menciona que além da integração dos três componentes do desenvolvimento

sustentável, há que se considerar também a integração entre os aspectos de curto e longo prazo. Em relação a essa última, Elkington (1998, 1999 apud ALMEIDA, 2006) afirma que há uma tendência de priorização dos ganhos de curto prazo em detrimento dos projetos de longo prazo pelas empresas, visando somente a sustentabilidade econômica em descon sideração as demais dimensões. Contudo, nos últimos anos, algumas mobilizações da sociedade em prol do meio ambiente como boicotes e preferências dinâmicas de consumo e outras exigências de consumidores nessa área, têm afetado fundamentalmente as estratégias de negócios, bem como o valor de várias empresas (SILVA; QUELHAS, 2006).

Bendavid-Val e Perine (2003) asseguram que incorporar aspectos ambientais nos critérios de competitividade, leva as empresas a expandir seus negócios e melhorar seus rendimentos. Eles mencionam que há quatro formas das empresas interagirem com o meio ambiente: através do consumo de recursos (entradas); através do consumo de energia (consumo indireto de recursos); pela gestão dos resíduos (coleta, tratamento, armazenamento, transporte e descarte apropriado); e pela poluição (não gerenciando os resíduos). Os autores enfatizam também que um bom desempenho ambiental está intimamente ligado aos conceitos de produto seguro, qualidade de produto e segurança dos trabalhadores.

Neste contexto, alguns autores (DERWALL et al., 2005; HERAS-SAZARBITORIA et al., 2011) afirmam que muitos estudos têm sido realizados a fim de investigar a relação entre o desempenho ambiental e o desempenho financeiro. Shane e Spicer (1983), por exemplo, evidenciaram quedas anormais no preço das ações de empresas denunciadas por problemas ambientais. Hamilton (1995) corrobora com Shane e Spicer (1983) e relata que este fato também ocorre entre as empresas que apresentam baixos registros de controle da poluição. Em contraponto, Klassen e McLaughlin (1996) encontraram evidências de que ações de empresas reconhecidas por prêmios ambientais estão associadas a retornos positivos significativos. Alguns autores mencionam que empresas com emissões mais baixas ou com atividades de prevenção da poluição apresentam melhores desempenhos financeiros (COHEN et al., 1995; HART; AHUJA, 1996; KING; LENOX, 2002). Outros autores verificam um impacto positivo e significativo do desempenho ambiental em relação ao desempenho financeiro (RUSSO; FOUTS, 1997; JUDGE; DOUGLAS, 1998; SHARMA; VREDENBURG, 1998; EDWARDS, 1998).

Considerando o fato de que o desempenho ambiental impacta diretamente o resultado financeiro das empresas, esta é uma preocupação que deve permear as decisões de investimentos dos Fundos de Pensão. Por conseguinte, os Fundos de Pensão no intuito de mitigar os riscos ambientais, exercem o ativismo sobre algumas empresas nas quais investem, influenciando sua conduta corporativa.

*Hipótese H1: O ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho ambiental das empresas nas quais investem.*

### 2.3.2 Responsabilidade Social Empresarial

Segundo Carroll (1999), as primeiras referências a respeito da preocupação com a responsabilidade social apareceram especialmente durante os anos 1930 e 1940. Referências como “As Funções do Executivo” de Chester Barnard, de 1938, “Controle Social dos Negócios” de J. M. Clark’s, de 1939 e “Mensuração do Desempenho Social dos Negócios” de Theodore Krepes, de 1940, marcaram as iniciativas de debate sobre a responsabilidade social empresarial. Bowen (1953) citado por Carroll (1999) menciona que, já em 1946, os executivos de negócios foram ouvidos pela revista Fortune a respeito de suas responsabilidades sociais. Mas foi a partir da década de 1950 que o conceito de responsabilidade social empresarial (RSE) começou a tomar forma.

Conforme Carroll (1999), a obra seminal sobre o tema foi publicada por Howard R. Bowen, em 1953. O livro “Responsabilidades Sociais do Empresário” procedeu a partir da crença de que as grandes empresas eram centros vitais de poder e decisão e de que as ações tomadas por elas atingiam diretamente e de diversas formas a vida das pessoas. Dentre as muitas questões levantadas por Bowen, uma em especial, chama a atenção: “Quais responsabilidades sociais podem razoavelmente ser assumidas pelos empresários?” (BOWEN, 1953, p. xi apud CARROLL, 1999, p. 270, tradução nossa). Por conseguinte, Bowen (1953, p. 6) citado por Carroll (1999, p.270) estabelece a definição inicial dessas responsabilidades, como sendo as “[...] obrigações dos empresários em perseguir as políticas, tomar decisões ou seguir linhas de ação que fossem desejáveis em termos de objetivos e valores para a sociedade”. Bowen (1953 apud CARROLL, 1999)

afirmou ainda, que a responsabilidade social não é a cura para tudo, mas que contém uma importante verdade que deve guiar os negócios no futuro.

A década de 1960 marcou um crescimento significativo na tentativa de formalizar o que significava responsabilidade social para as empresas. Carroll (1999) menciona que um dos autores mais proeminente deste período foi Keith Davis. Em seu artigo "As empresas podem se dar ao luxo de ignorar as responsabilidades sociais?" o autor define responsabilidade social como sendo as "decisões e ações tomadas pelos empresários por razões além dos interesses econômicos e técnicos diretos" (DAVIS, 1960, p. 70 apud CARROLL, 1999, p. 271, tradução nossa). Davis argumentou que a responsabilidade social é uma ideia nebulosa, mas deve ser observada no contexto gerencial. Ele afirmou também que algumas decisões empresariais socialmente responsáveis se concretizam em um processo extenso e complicado, contudo, possuem grandes chances de trazer ganhos econômicos no longo prazo para a empresa. Ele estabeleceu ainda, a "Lei de Ferro da Responsabilidade", onde assumiu que há uma relação entre responsabilidade social e poder empresarial e se a responsabilidade social e poder seriam relativamente iguais, então a esquivia da responsabilidade social levaria a erosão gradual do poder social das empresas (DAVIS, 1960 apud CARROLL, 1999).

Outro grande contribuinte para a definição de responsabilidade social durante a década de 1960 foi Joseph W. McGuire. Em seu livro *Negócios e Sociedade*, publicado em 1963, ele declarou que a ideia de responsabilidade social supõe que a corporação não só tem obrigações econômicas e legais, mas também certas responsabilidades para com a sociedade, que se estendem além dessas obrigações (CARROLL, 1979, 1999). As responsabilidades mencionadas por McGuire, dizem respeito ao interesse que a empresa deve ter com a política, o bem-estar da comunidade, a educação, a "felicidade" de seus funcionários e com o mundo social como um todo (CARROLL, 1999).

Na década de 1970, inicia-se uma proliferação de definições conceituais do termo responsabilidade social empresarial. Algumas ideias, como a de Friedman, são opostas as definições apresentadas nas décadas de 50 e 60. Para Friedman (1970) questões sociais não deveriam compor o quadro de responsabilidade das empresas, simplesmente porque para ele, a responsabilidade social da organização era gerar lucro aos acionistas. Na visão do economista, projetos sociais, embutiam custos que podiam comprometer os resultados esperados e por esta razão,

deveriam ser acolhidos por indivíduos em particular e não por empresas. É neste cenário que a Comissão de Desenvolvimento Econômico (CED), propõe uma das primeiras abordagens que buscou integrar interesses econômicos e não-econômico na definição de responsabilidade social, conhecida como os "três círculos concêntricos". O círculo interno inclui as responsabilidades básicas para execução eficiente da função econômica - nele a empresa deveria executar basicamente a sua missão, oferecendo produtos de qualidade, empregos e crescimento econômico. O círculo intermediário engloba além das responsabilidades para execução da função econômica, uma consciência de valores sociais e prioridades, nele a empresa deveria se preocupar também com assuntos como meio ambiente e relação com os empregados. No círculo externo, para a empresa se tornar realmente envolvida com o ambiente social deveria considerar questões mais amplas, como a pobreza e a deterioração urbana (COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, 1971 apud CARROLL, 1979).

Na mesma década, Sethi (1975) menciona que o termo "responsabilidade social empresarial" estava sendo utilizado em tantos contextos diferentes que tinha perdido todo o sentido. Desprovido de uma estrutura interna e conteúdo, ele passou a significar todas as coisas para todas as pessoas. O autor lembra que a maioria das pesquisas, até então, enfatizavam a importância de se destinar recursos a natureza social das atividades empresariais. Entretanto, poucos estudos estavam sendo realizados com o objetivo de desenvolver critérios para avaliação do desempenho social corporativo. Nesse contexto, Sethi (1975) desenvolve um *framework* composto por três estágios de desempenho do comportamento corporativo: obrigação social, responsabilidade social e sensibilidade social. No estágio de obrigação social, a empresa se comporta em resposta às forças do mercado ou restrições legais. Os critérios de legitimidade nesse estágio são econômicos e jurídicos. O estágio de responsabilidade social implica levar o comportamento corporativo para um nível de congruência com as normas sociais vigentes, valores e expectativas da sociedade. Sethi (1975) lembra que responsabilidade social não exige um radical afastamento das rotinas da empresa ou um padrão normal de comportamento corporativo. É simplesmente um passo à frente, em resposta as novas expectativas sociais. Os critérios de legitimidade nesse estágio são custos sociais e institucionais mais baixos. O terceiro estágio, se refere a sensibilidade social, o nível mais elevado de adaptação do comportamento da empresa às necessidades sociais. Nele, a empresa

não está preocupada apenas em responder às pressões sociais, mas sim com o que deveria ser seu papel de longo prazo em um sistema social dinâmico.

Anos mais tarde, Carroll (1979) definiu um dos mais importantes *frameworks* de responsabilidade social empresarial, conforme exposto na figura 1.

Figura 1 - Categorias de Responsabilidade Social



Fonte: Carroll (1979, p. 499)

No quadro conceitual de Carroll (1979), a responsabilidade social empresarial é definida como o resultado do desempenho corporativo em quatro categorias: (1) responsabilidades econômicas – geração de lucro e de bens e serviços; (2) responsabilidades legais – cumprimento das leis e regulamentações exigidas; (3) responsabilidades éticas – comportamentos e atividades da empresa, que embora não sejam requisitos legais, são esperados pela sociedade; e (4) responsabilidades discricionárias – são as demais expectativas da sociedade, não contempladas nas categorias anteriores. Carroll (1979) menciona que o conjunto de responsabilidades assumidas pelas quatro categorias apresentadas, forma o conceito de responsabilidade social empresarial.

As bases do conceito moderno de responsabilidade social empresarial foram estabelecidas em 1998, por representantes do *World Business Council for Sustainable Development*:

Responsabilidade Social Empresarial é o compromisso permanente das empresas em agir de forma ética e contribuir para o desenvolvimento econômico, melhorando simultaneamente, a qualidade de vida de seus empregados e suas famílias, da comunidade local e da sociedade em geral (WBCSD, 2000, p. 3, tradução nossa).

A definição apresentada pelo Instituto Ethos de Empresas e Responsabilidade Social amplia o conceito anterior e menciona a relação entre RSE e desenvolvimento sustentável:

Responsabilidade social empresarial é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais (INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL, 2011).

Porter (2009) chama a atenção para a nova realidade social, aonde as instituições se vêm pressionadas tanto a atingir maiores níveis de responsabilidade social quanto de maximizar seus lucros no curto prazo. Essa visão se contrapõe a visão ortodoxa onde maximizar o lucro dos acionistas implicaria em minimizar os benefícios dos demais *stakeholders*, o que não é mais aceito. O momento atual é de competição baseada no conhecimento e informação, objetivos sociais e econômicos que não são conflitantes, mas que se integram e convergem.

Frente a este contexto, Griffin e Mahon (1997) afirmam que diversos estudos foram realizados com o objetivo de identificar uma relação positiva entre o desempenho social corporativo e o desempenho financeiro das empresas. Contudo, não há um consenso definido entre eles. Alguns pesquisadores encontraram apenas uma relação negativa entre as variáveis (DAVIDSON; WORELL, 1988; BROMILEY; MARCUS, 1989), outros não encontraram relação alguma (ALEXANDER; BUCHHOLZ, 1978; FREEDMAN; JAGGI, 1982), e a grande parte dos autores verificaram uma relação positiva entre o desempenho social e o desempenho financeiro das empresas (BELKAOUI, 1976; SPENCER; TAYLOR, 1987; JOHNSON; GREENING, 1994; WADDOCK; GRAVES, 1997; ORLITZKY; SCHMIDT; RYNES, 2004).

Conforme já abordado, os gestores dos Fundos de Pensão acreditam que questões sociais podem afetar o resultado financeiro de seus investimentos no longo prazo. Desta forma, o desempenho social das empresas investidas representa

grande importância nas decisões de investimentos dos Fundos. Os Fundos de Pensão exercem o ativismo sobre algumas empresas nas quais investem de forma a reduzir os riscos e impactos sociais que possam surgir ao longo do tempo.

*Hipótese H2: O ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho social das empresas nas quais investem.*

### 2.3.3 Governança Corporativa

No início do século XIX, os fundadores das empresas estavam presentes no dia a dia da organização, dispunham de instrumentos para o seu controle e exerciam o comando. Ao longo do século XX, os processos sucessórios, o avanço das sociedades anônimas de capital aberto e o desenvolvimento do mercado de capitais mudaram a estrutura de poder nas companhias (ROSSETTI; ANDRADE, 2011). Na década de 1930, Adolf A. Berle e Gardiner C. Means pesquisaram sobre as consequências da separação entre propriedade e controle nas organizações. No livro *The Modern Corporation and Private Property*, os autores apresentaram a hipótese de que os administradores de empresas abertas, em virtude da separação entre propriedade e controle, eram motivados a adotar práticas que lhes traziam benefícios pessoais e não a maximização da riqueza do acionista (BERLE; MEANS, 1987). Isso ocorreu por uma série de razões, principalmente pela dispersão da propriedade acionária de grandes empresas. Segundo Berle e Means (1987), o acionista típico é passivo em relação aos assuntos cotidianos da empresa, no entanto, milhares de pessoas como ele compõem a maioria dos proprietários de toda a economia. O resultado é que aqueles que estão presentes no dia a dia da companhia, a gestão e os diretores, têm a capacidade de gerir os recursos de empresas para sua própria vantagem sem preocupação com os interesses do acionista. A partir desses estudos, foram desenvolvidas a teoria da firma, a teoria dos custos de transação e a teoria da agência. Essas teorias e seus desenvolvimentos posteriores serviram de base para o conceito dos modelos de governança corporativa (FONTES FILHO, 2004).

A principal teoria que culminou na adoção de práticas de governança pelas organizações, foi a teoria da agência, já mencionada na seção 2.1 Ativismo – Motivação e Conceito. Retomando o conceito, definido por Ross (1973),

complementado por Jensen e Meckling (1976) e abordado por Fama e Jensen (1983), os conflitos de agência ocorrem quando o principal (acionista) e o agente (gestor) buscam maximizar suas próprias utilidades, que nem sempre são coincidentes, podendo em alguns momentos, o agente agir em bem próprio e não para o melhor alcance dos interesses do principal. Com base nesse cenário, surgem as definições de governança corporativa como forma de alinhar esses interesses.

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 737, tradução nossa), “governança corporativa são as formas pelas quais os acionistas das empresas se asseguram de obter um retorno sobre seu investimento”. O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa estende esse conceito, mencionando que:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade (IBGC, 2009, p.19).

Gillan e Starks (1998) definem governança corporativa como um sistema de leis, regras e fatores que controlam as operações de uma empresa. Monks e Minow (2004 apud ROSSETTI; ANDRADE, 2011) complementam mencionando que governança corporativa pode ser definida como um conjunto de leis e regulamentos que visam assegurar os direitos dos acionistas, controladores ou minoritários; disponibilizar informações que permitam aos acionistas o acompanhamento das principais decisões empresariais tomadas pelos gestores; possibilitar aos *stakeholders* a observância de seus direitos; e promover a interação entre os acionistas, os conselhos de administração e a direção executiva da empresa.

Silveira (2002; 2004) define governança corporativa como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle que tem por objetivo harmonizar a relação entre acionistas e gestores através da redução dos problemas de agência, ocorridos na separação entre propriedade e controle. Esses mecanismos podem ser internos ou externos à empresa (DENIS; MCCONNELL, 2003; SILVEIRA, 2002; 2004; GILLAN, 2006). Os mecanismos internos dizem respeito aos órgãos de administração e participação acionária da estrutura da empresa. Corporações na maioria dos países têm conselhos de administração. O conselho existe principalmente para contratar, demitir, monitorar e compensar a gestão, todos com foco na maximização do valor

para os acionistas (DENIS; MCCONNELL, 2003). Outro mecanismo interno relevante de governança corporativa é a participação acionária. Quanto maior a concentração da propriedade, maior o incentivo para o monitoramento ativo dos executivos (DENIS; MCCONNELL, 2003; DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003). Os principais mecanismos externos dizem respeito ao mercado de aquisição hostil, por meio do qual as empresas com baixo desempenho tornam-se alvos de tentativas de aquisição, podendo ter seu controle tomado por empresas mais eficientes; e a legislação em vigor. Alguns autores salientam que os mecanismos externos são acionados somente quando os mecanismos internos falham (DENIS; MCCONNELL, 2003; DAILY; DALTON; CANNELLA, 2003).

Os princípios de governança corporativa que devem permear as decisões do conselho de administração são: (1) Transparência (*Disclosure*) - disponibilizar para as partes interessadas não somente as informações impostas pela legislação, mas todas que sejam de seu interesse, resultando desta forma, em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros; (2) Equidade (*Fairness*) – tratar de forma justa e igualitária todos os sócios e demais partes interessadas; (3) Prestação de Contas (*Accountability*) – os agentes de governança (sócios, administradores, conselheiros e auditores) devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões; e (4) Observância (*Compliance*) – cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, regimentos internos e nas instituições legais do país (LODI, 2000; IBGC, 2009; ROSSETTI; ANDRADE, 2011). O IBGC (2009) acrescenta um quinto princípio que deve ser observado na atuação da governança corporativa, a Responsabilidade Corporativa – os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição de seus negócios.

Algumas pesquisas foram desenvolvidas no intuito de verificar a relação existente entre o nível de governança e o desempenho financeiro. Alguns autores observaram uma significativa correlação positiva entre as variáveis (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003). Outros, no entanto, não encontraram evidências em seus estudos (CORE; GUAY; RUSTICUS, 2006; SILVEIRA, 2004). Autores como Opler e Sokobin (1995) e Smith (1996) realizaram uma análise ainda mais complexa, verificando a relação entre o ativismo dos acionistas, o nível de governança

corporativa e o desempenho financeiro. Os autores concluíram que quando o ativismo do acionista é bem sucedido na mudança da estrutura de governança de uma empresa, isso resulta em um aumento estatisticamente significativo na riqueza dos acionistas. Guercio e Hawkins (1999) realizaram o mesmo estudo, porém em Fundos de Pensão e verificaram o mesmo resultado.

Os gestores dos Fundos de Pensão entendem que a relação de confiança que o Fundo mantém junto aos seus participantes deve ser estendida às empresas nas quais investem. Essa relação de transparência, somente pode ser obtida através da governança corporativa. Desta forma, o nível de governança corporativa das empresas investidas é um fator relevante nas decisões de investimentos dos Fundos. Os Fundos de Pensão exercem o ativismo sobre algumas empresas nas quais investem de forma a assegurar o retorno de seus investimentos.

*Hipótese H3: O ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o nível de governança corporativa das empresas nas quais investem.*

### 3 METODOLOGIA DE PESQUISA

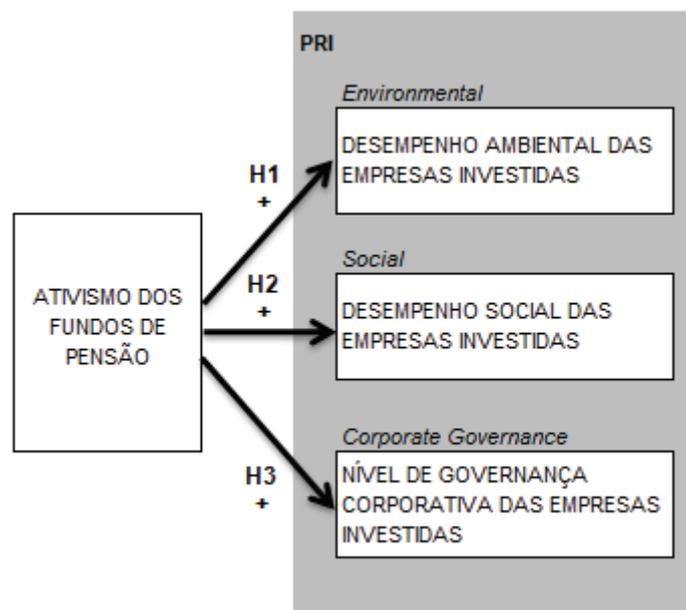
Neste capítulo está exposto o modelo de pesquisa, as características da amostra, a forma de coleta e tratamento dos dados, bem como a definição das variáveis.

A metodologia aplicada nesta pesquisa é do tipo quantitativa exploratória. Quantitativa, pois está voltada à mensuração estatística para a quantificação do objeto de pesquisa (BARDIN, 1994; BAUER; GASKELL, 2000) e exploratória, porque se trata de um problema de pesquisa ainda pouco estudado na literatura (COLLINS; HUSSEY, 2005).

#### 3.1 Modelo de Pesquisa

Após a revisão da literatura, foram lançadas três hipóteses que fundamentaram a presente pesquisa. A figura 2 ilustra o modelo testado.

Figura 2 – Modelo da pesquisa e hipóteses



Fonte: Elaborada pela autora.

Na primeira hipótese, o nível de desempenho ambiental das empresas investidas representa a variável dependente, enquanto que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão sobre elas corresponde a variável independente. O objetivo, portanto, foi avaliar se o nível de desempenho ambiental era explicado pela

existência do ativismo dos Fundos de Pensão, dentre outras variáveis. Sendo assim, o modelo estatístico analisado é apresentado na equação 1<sup>2</sup>.

$$\begin{aligned} \mathbf{IRA}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} + & (1) \\ & \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} + \\ & \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{23} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Da mesma forma, na segunda hipótese, o nível de desempenho social das empresas, representa a variável dependente, enquanto que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão sobre essas, corresponde a variável independente. O objetivo, portanto, foi avaliar se o nível de desempenho social era explicado pela existência do ativismo dos Fundos de Pensão, dentre outras variáveis. Desta forma, o modelo estatístico analisado é apresentado na equação 2.

$$\begin{aligned} \mathbf{IRS}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} + & (2) \\ & \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} + \\ & \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{23} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Por fim, na terceira hipótese, o nível de governança corporativa, representa a variável dependente, enquanto que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão, diz respeito a variável independente. O objetivo neste caso foi avaliar se o nível de governança corporativa era explicado pela existência do ativismo dos Fundos de Pensão, dentre outras variáveis. O modelo estatístico que foi analisado é apresentado pela equação 3.

$$\begin{aligned} \mathbf{IGOV}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} & (3) \\ & + \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} \\ & + \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{23} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^5 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

<sup>2</sup>As variáveis serão descritas a partir da Seção 3.3.

### 3.2 Definição das Variáveis Dependentes

A seguir são descritas as variáveis que se buscou explicar através dos modelos propostos.

#### 3.2.1 Responsabilidade Ambiental

Para mensurar o desempenho ambiental das empresas investidas ao longo do período da pesquisa, foi utilizado um índice de Responsabilidade Ambiental (IRA), elaborado com base no Relatório Social 2010 da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2011), no modelo de Relatório de Sustentabilidade do *Global Reporting Initiative* (GRI, 2006) e no questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE, 2005) da BM&FBOVESPA. O IRA é composto de 20 perguntas binárias e objetivas, as quais podem ser observadas no quadro 2. As respostas positivas foram pontuadas, gerando como resultado um índice de responsabilidade social entre 0 e 20.

Quadro 2 - Questões para elaboração do Índice de Responsabilidade Ambiental

(continua)

Dimensão Ambiental	#	Perguntas para construção do IRA
<b>Acesso às informações</b>	1	A empresa publica Relatório Ambiental ou documento similar?
	2	A empresa possui política explícita de não utilização de materiais e insumos provenientes de exploração ilegal de recursos naturais?
	3	A empresa possui certificação ambiental (ISO 14000 ou FSC)?
	4	A empresa apoia projetos de proteção da flora e da fauna ou projetos de melhorias de políticas, práticas e processos ambientais?
	5	A empresa declara o valor investido em projetos ambientais?
<b>Recursos Naturais</b>	6	A empresa se utiliza de alguma fonte de energia renovável?
	7	A empresa investe em projetos para aumento de sua eficiência energética?
	8	A empresa investe em projetos para redução do seu consumo ou uso eficiente de água?
	9	A empresa realiza investimentos em operações internas para minimizar os impactos ambientais de suas atividades em relação aos anos anteriores?
	10	A empresa investe em iniciativas de educação ambiental tanto interna quanto externamente à empresa?

(conclusão)

Dimensão Ambiental	#	Perguntas para construção do IRA
<b>Emissões e Efluentes</b>	11	A empresa realiza mapeamento e inventário de emissões de Gases do Efeito Estufa (GEE)?
	12	A empresa realiza investimentos para redução de emissões de GEE?
	13	A empresa participa do Índice de Carbono Eficiente (ICO2), da BM&FBOVESPA?
	14	A empresa possui Estação de Tratamento de Efluentes (ETE)?
	15	A empresa realiza investimentos para redução da geração de efluentes líquidos?
<b>Resíduos e Materiais</b>	16	A empresa realiza investimentos para redução da geração de resíduos sólidos?
	17	A empresa investe em projetos para redução, utilização e reciclagem de recursos?
	18	A empresa investe na aquisição de equipamentos menos poluentes ou que geram menores riscos ambientais?
	19	A empresa realiza investimentos em manutenção periódica de seus equipamentos?
	20	A empresa desenvolve alguma atividade ligada a responsabilidade ambiental junto aos seus fornecedores?

Fonte: Proposta da autora, baseada em ABRAPP (2011), ISE (2005) e GRI (2006)

### 3.2.2 Responsabilidade Social

O desempenho social das empresas investidas foi mensurado, através de um índice de Responsabilidade Social (IRS) proposto. O IRS é composto de 20 perguntas binárias e objetivas, elaboradas com base no modelo de Relatório de Sustentabilidade do *Global Reporting Initiative* (GRI, 2006), no questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE, 2005) da BM&FBOVESPA e no Relatório Social 2010 da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP, 2011). As questões que compõe o IRS podem ser observadas no quadro 3. As respostas positivas foram pontuadas, gerando como resultado um Índice de Responsabilidade Social entre 0 e 20.

Quadro 3 - Questões para elaboração do Índice de Responsabilidade Social

Dimensão Social	#	Perguntas para construção do IRS
<b>Acesso às informações</b>	1	A empresa publica Balanço Social?
	2	A empresa realiza projetos sociais e divulga em seu <i>website</i> ?
	3	A empresa declara o valor investido em projetos sociais?
	4	A empresa possui certificações de responsabilidade social, tais como SA8000, ISO9001, BS8800, OHSAS 18001 e Selo Abrinq Empresa Amiga da Criança?
	5	Os princípios e valores divulgados pela empresa incluem atribuições e responsabilidades sociais?
<b>Práticas Trabalhistas e Direitos Humanos</b>	6	A empresa possui programas na área da saúde, segurança e condições de trabalho?
	7	A empresa elabora plano anual de treinamento para os funcionários?
	8	A empresa possui programa de incentivo a educação dos funcionários?
	9	A empresa possui programas de valorização da diversidade, que incluem temas como etnias, gênero, orientação sexual, idade, procedência regional e religião?
	10	A empresa possui uma ou mais políticas corporativa em relação à erradicação do trabalho infantil e do trabalho forçado/compulsório?
<b>Princípios Éticos e Responsabilidade pelo Produto</b>	11	A empresa possui Código de Ética que possa ser acessado publicamente?
	12	A empresa possui canais de comunicação formais para recebimento de denúncia em relação a violações éticas?
	13	A empresa possui canais de diálogo permanente com seu público de interesse ( <i>stakeholders</i> )?
	14	A empresa demonstra preocupação com a qualidade, a segurança e a embalagem do produto?
	15	A empresa possui política formalmente estabelecida para desestimular a venda e o consumo por menores de idade, de produtos que acarretam riscos à saúde, integridade física ou segurança dos consumidores, de terceiros, ou ainda relacionados à saúde e segurança públicas?
<b>Comunidade em Geral</b>	16	A empresa desenvolve alguma atividade ligada a responsabilidade social junto com seus fornecedores?
	17	A empresa possui programas de desenvolvimento de fornecedores locais?
	18	A empresa possui programas de desenvolvimento comunitário e inclusão social?
	19	A empresa possui programas de incentivo a cultura e/ou ao esporte?
	20	A empresa participa como associada de alguma organização que trabalhe com os temas de responsabilidade social (tais como: Instituto Ethos, CEBDS, IBGC, etc.)?

Fonte: Proposta da autora, baseada em ISE (2005); GRI (2006); ABRAPP (2011)

### 3.2.3 Governança Corporativa

O nível de governança corporativa das empresas investidas foi mensurado, ao longo do período de análise, por meio de um Índice de Governança Corporativa (IGOV), elaborado por Silveira (2004, p. 99) e testado novamente, mais tarde, por Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67). O modelo sugerido é composto por um

conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, apresentadas no Quadro 4. As perguntas negativas não pontuaram e as positivas somaram um ponto ao total, resultando em um índice de governança entre 0 e 20.

Quadro 4 - Questões para elaboração do Índice de Governança Corporativa

Dimensão da Governança Corporativa	#	Perguntas para construção do IGOV
<b>Acesso às informações</b>	1	É possível obter o Relatório Anual (RA) da Companhia via Internet?
	2	O <i>website</i> dispõe de documentos relativos à governança corporativa?
	3	O <i>website</i> dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	4	O <i>website</i> é bilíngue e possui uma seção de Relações com Investidores?
	5	O <i>website</i> apresenta a estrutura acionária em detalhes, além das atas das últimas reuniões do Conselho de Administração?
<b>Conteúdo das informações públicas</b>	6	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	7	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento explica a remuneração global dos executivos?
	8	As demonstrações são apresentadas em US-GAAP ou IAS-GAAP?
	9	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?
	10	O RA, <i>website</i> ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio no período, com base em alguma medida de lucro econômico?
<b>Estrutura do Conselho de Administração</b>	11	Os cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho de Administração são ocupados por pessoas diferentes?
	12	A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	13	Mais do que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	14	O conselho de administração possui mandato unificado de um ano?
	15	A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho de administração, evidenciado em informações públicas? (Estatuto Social, Relatório Anual, <i>website</i> , etc.)?
<b>Estrutura de propriedade e controle</b>	16	A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?
	17	As ações preferenciais correspondem a menos do que 50% do total de ações?
	18	O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	19	O excesso (DIF) de direitos de controle (%ON) em relação aos direitos sobre o fluxo de caixa (%TA) do controlador é menor do que 23%?
	20	A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?

Fonte: Silveira (2004, p. 99); Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67)

### **3.3 Definição da Variável Independente**

A seguir é descrita a variável que buscou explicar as alterações nas variáveis dependentes, também denominada de variável explicativa.

#### **3.3.1 Ativismo do Fundo de Pensão**

O ativismo, definido anteriormente como a capacidade de comprometer, interagir, impor e monitorar a empresa na qual se investe, pode ser exercido por meio de grande participação acionária, participação nos Conselhos ou direito de voto. Para fins desta pesquisa, consideraremos como ato de ativismo, somente quando o Fundo de Pensão possuir participação nos Conselhos Administrativo e Fiscal das empresas investidas. Desta forma, o ativismo foi considerado uma variável binária que assumiu o valor de 1 quando a Entidade possuiu representação nos Conselhos da empresa investida e zero quando não houve conselheiros indicados pelo Fundo. A variável PART (participação acionária), sugerida por Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67), foi substituída pela variável ATV (Ativismo do Fundo de Pensão) a qual estabelece melhor o propósito desta pesquisa.

### **3.4 Definição das Variáveis de Controle**

A seguir são descritas as variáveis que permitiram controlar determinados fatores, para que não afetassem as relações entre a variável independente e as variáveis dependentes.

As variáveis de controle assumidas nesta pesquisa foram todas aquelas sugeridas e testadas por Silveira (2004), bem como, as variáveis PIBO E PIBX, incluídas por Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67), acrescidas da variável ISE, que representa a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. No quadro 5, são apresentadas as variáveis de controle e suas descrições.

## Quadro 5 - Variáveis de Controle

(continua)

Sigla	Nome	Descrição
<b>PIBO</b>	Participação da empresa no IBOVESPA	Variável binária que assume o valor de 1 quando a empresa fizer parte da composição do IBOVESPA e zero quando não participa.
<b>PIBX</b>	Participação da empresa no IBrX	Variável binária que assume o valor de 1 quando a empresa fizer parte da composição do IBrX e zero quando não participa.
<b>CREC</b>	Oportunidades futuras de crescimento	Variável calculada pelo percentual acumulado do crescimento da receita operacional dos últimos 3 (três) anos.
<b>REC</b>	Tamanho da empresa	Variável calculada em termos nominais pelo logaritmo da receita operacional líquida.
<b>TANG</b>	Natureza da operação (grau de tangibilidade da empresa)	Variável calculada pelo ativo imobilizado bruto dividido pela receita operacional líquida.
<b>ADR</b>	Emissão de ADR ( <i>American Depositary Receipt</i> )	Variável binária que assume o valor igual a 1 se a empresa possuir ADR e zero em caso negativo.
<b>BOV</b>	Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA	Variável binária que assume o valor igual a 1 se a empresa estiver listada nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e zero em caso negativo.
<b>ISE</b>	Participação da empresa no ISE	Variável binária que assume o valor de 1 quando a empresa fizer parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e zero quando não participa.
<b>OWN</b>	Estrutura de Propriedade e Controle	Variável representada pelo Direito de controle (CON), calculado pelo percentual de ações ordinárias detidas pelo(s) acionista(s) controlador(es).
<b>DESEMP</b>	Desempenho da Empresa	Variável representada pelo Q de Tobin (Q) <sup>3</sup> , estimado pela aproximação simplificada proposta por Chung and Pruitt (1994).
<b>PAYOUT</b>	Índice de <i>Payout</i>	Variável calculada pelos dividendos pagos por ação divididos pelo lucro líquido por ação no final do exercício social.
<b>IND</b>	Setor de atuação da empresa	Variável binária construída para cada uma das 24 categorias analisadas (critério de classificação do banco de dados Economatica®) e assume o valor igual a 1 quando a empresa assume um setor específico e zero quando a empresa pertence a um outro setor. A saber: IND01= Agro e Pesca; IND02= Alimentos e Bebidas; IND03= Bancos; IND04=Bolsa de Valores e Commodities; IND05= Comércio; IND06= Construção; IND07= Eletroeletrônicos; IND08= Energia Elétrica; IND09= Finanças e Seguros; IND10= Fundos; IND11= Máquinas Industriais; IND12= Mineração; IND13= Minerais Não Metálicos; IND14= Papel e Celulose; IND15= Petróleo e Gás; IND16= Química; IND17= Seguradora; IND18= Siderurgia& Metalurgia; IND19= Software e Dados; IND20= Telecomunicações; IND21= Têxtil; IND22= Transporte e Serviços; IND23= Veículos e Peças; IND24= Outros.

<sup>3</sup> Chung and Pruitt (1994, p. 72) definem o Q de Tobin como:  $Q \text{ de Tobin} \cong \frac{VMAO+VMAP+DIVT}{AT}$ , onde: VMAO = valor de mercado das ações ordinárias; VMAP = valor de mercado das ações preferenciais; DIVT = valor contábil das dívidas de curto e de longo prazo (passivo circulante mais exigível de longo prazo) menos o ativo circulante; e AT = valor total dos ativos da empresa.

(conclusão)

Sigla	Nome	Descrição
<b>INDENT</b>	Identidade do acionista controlador	Variável binária construída para cada uma das 6 categorias analisadas: INDENT1= Propriedade privada estrangeira; INDENT2= Propriedade privada nacional, detida por investidores não ligados à família fundadora da empresa; INDENT3= Propriedade de empresa nacional holding; INDENT4= Propriedade de empresa estrangeira holding; INDENT5= Propriedade de empresa estatal holding; INDENT6= Propriedade estatal.

Fonte: Silveira (2004, p. 108-109); Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67-68)

### 3.5 Amostra, Coleta e Tratamento dos Dados

A amostra utilizada neste estudo foi selecionada a partir da carteira de investimentos da PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social, segundo maior Fundo de Pensão brasileiro, observada no final de cada exercício no período de 2001 à 2010. Na base de dados elaborada, foram registradas 136 empresas de capital aberto, negociadas na BM&FBOVESPA e presentes nas carteiras de investimentos observadas. O período de 10 anos, escolhido para análise das informações, se justifica pelo tempo necessário para adaptação das práticas sustentáveis e do nível de governança corporativa, após a presença do ativismo exercido pela PETROS sobre as empresas investidas. Já a janela de 2001 à 2010, escolhida para coleta dos dados, se justifica pela disponibilidade das informações anuais fechadas das empresas analisadas.

Após a realização desta coleta inicial, foram extraídos os dados disponíveis no sistema da Economática® para todas as empresas encontradas. Com a finalidade de manter o período de observação de 10 anos e tornar viável a elaboração da pesquisa, foram selecionadas as empresas que apresentavam a menor incidência de dados ausentes. Neste primeiro procedimento de amostragem foram selecionadas 51 empresas.

O segundo procedimento de amostragem se deu após a verificação de que alguns dados não presentes no sistema da Economática®, também não estariam disponíveis em outras fontes de dados. Desta forma, das 51 empresas pré-selecionadas, foram descartadas 10 empresas. Por fim, a amostra desta pesquisa foi composta de 410 observações (41 empresas selecionadas pelo período de 10 anos). Levando em consideração o total de empresas presentes anualmente na carteira de investimentos da PETROS (79 em 2001, 84 em 2002, 85 em 2003, 79 em

2004, 83 em 2005, 76 em 2006, 94 em 2007, 78 em 2008, 74 em 2009 e 56 em 2010), pode-se considerar que esta amostra possui tamanho significativo.

Para a coleta dos demais dados, foi utilizado o método de pesquisa documental. Os dados secundários foram extraídos de diversas fontes, na seguinte sequência:

- a) verificação das empresas nas quais a PETROS investiu no período de 2001 à 2010 – para essa coleta, foram acessados os Demonstrativos de Investimentos (DI) ou Demonstrativos Analíticos de Investimentos e Enquadramento das Aplicações (DAIEA), conforme o período de análise, através do *website* do Fundo (<https://www.petros.com.br/portal/server.pt>). Com relação ao exercício de 2001, foi solicitado pela pesquisadora diretamente a PETROS, através de correspondência eletrônica, devido à informação não estar disponível no *website* do Fundo;
- b) análise da incidência ou não-incidência de ativismo da PETROS sobre as empresas investidas – para a coleta dessa informação, foi verificada a participação direta da PETROS, através de funcionários indicados para ocupar cargo nos Conselhos Administrativo, Fiscal ou Supervisor das empresas onde o Fundo teve participação no período estudado. Através de contato telefônico e correspondência eletrônica, a pesquisadora solicitou informações ao Setor de Participações da PETROS, o qual encaminhou o solicitado, por meio eletrônico, na data de 20/01/2012;
- c) apuração dos dados individuais das empresas, relativos aos índices de responsabilidade ambiental (IRA), responsabilidade social (IRS) e governança corporativa (IGOV), definidos nas seções anteriores – após a caracterização da amostra, foram coletadas as informações das empresas, através de seus *websites*, do *website* da BM&FBOVESPA, do sistema Economática® e do Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), conforme demonstrado no quadro 6.

Quadro 6 - Sistemas utilizados na coleta de dados – Variáveis dependentes

Índice	Perguntas	Sistema de Informação
<b>Responsabilidade Ambiental (IRA)</b>	1 à 12 e 14 à 20	Relatório Ambiental, Balanço Social ou Relatório de Sustentabilidade, disponível no <i>website</i> da empresa ou na ausência destes, no Relatório Anual, disponível no Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
	13	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA
<b>Responsabilidade Social (IRS)</b>	1 à 10 e 14 à 20	Relatório Ambiental, Balanço Social ou Relatório de Sustentabilidade, disponível no <i>website</i> da empresa ou na ausência destes, no Relatório Anual, disponível no Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
	11, 12 e 13	<i>Website</i> da empresa
<b>Governança Corporativa (IGOV)</b>	1, 6 à 10 e 15	Relatório Anual, disponível no Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
	2 à 5	<i>Website</i> da empresa
	11 à 14 e 18 à 19	Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
	16 e 17	Sistema Económica®
	20	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA

Fonte: Elaborado pela autora

- d) verificação dos dados individuais das empresas, relativos às variáveis de controle descritas na seção 3.4 – os referidos dados foram coletados junto ao sistema Económica®, ao *website* da BM&FBOVESPA e aos *websites* das empresas pesquisadas, conforme apresentado no quadro 7.

Quadro 7 - Sistemas utilizados na coleta de dados - Variáveis de controle

<b>Sigla</b>	<b>Nome</b>	<b>Sistema de Informação</b>
<b>PIBO</b>	Participação da empresa no IBOVESPA	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA, em Mercados/Ações/Estatísticas/Edições Disponíveis.
<b>PIBX</b>	Participação da empresa no IBrX	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA, em Mercados/Ações/Estatísticas/Edições Disponíveis.
<b>CREC</b>	Oportunidades futuras de crescimento	Sistema Económica®
<b>REC</b>	Tamanho da empresa	Sistema Económica®
<b>TANG</b>	Natureza da operação (grau de tangibilidade da empresa)	Sistema Económica®
<b>ADR</b>	Emissão de ADR ( <i>American Depositary Receipt</i> )	Sistema Económica®
<b>BOV</b>	Adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA e no Relatório Anual da empresa, disponível no Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
<b>ISE</b>	Participação da empresa no ISE	<i>Website</i> da BM&FBOVESPA, em Mercados/Ações/Estatísticas/Edições Disponíveis.
<b>OWN</b>	Estrutura de Propriedade e Controle	Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).
<b>DESEMP</b>	Desempenho da Empresa	Sistema Económica®
<b>PAYOUT</b>	Índice de <i>Payout</i>	Sistema Económica®
<b>IND</b>	Setor de atuação da empresa	Sistema Económica®
<b>INDENT</b>	Identidade do acionista controlador	Sistema de Divulgação Externa (DIVEXT) da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Fonte: Elaborada pela autora

Após a coleta dos dados, os mesmos foram tratados e analisados. Observou-se que a variável IND, apresentava valores zerados para alguns setores de atuação. O mesmo ocorreu com a variável INDENT. Desta forma, foram excluídos da base de análise os seguintes setores de atuação: IND01 = agro e pesca, IND03 = bancos, IND04 = bolsa de valores e commodities, IND07 = eletroeletrônicos, IND09 = finanças e seguros, IND10 = fundos, IND13 = minerais não metálicos, IND17 = seguradora e IND19 = software e dados; bem como a identidade do acionista controlador, INDENT5 = propriedade de empresa estatal holding.

A partir do tratamento dos dados, os modelos foram ajustados, conforme as equações 4, 5 e 6, descritas a seguir.

$$\begin{aligned} \mathbf{IRA}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} + & (4) \\ & \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} + \\ & \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{15} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^4 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{IRS}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} + & (5) \\ & \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} + \\ & \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{15} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^4 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \mathbf{IGOV}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ATV}_{it} + \beta_2 \mathbf{PIBO}_{it} + \beta_3 \mathbf{PIBX}_{it} + \beta_4 \mathbf{CREC}_{it} + \beta_5 \log(\mathbf{REC})_{it} & (6) \\ & + \beta_6 \mathbf{TANG}_{it} + \beta_7 \mathbf{ADR}_{it} + \beta_8 \mathbf{BOV}_{it} + \beta_9 \mathbf{ISE}_{it} + \beta_{10} \mathbf{OWN}_{it} + \beta_{11} \mathbf{DESEMP}_{it} \\ & + \beta_{12} \mathbf{PAYOUT}_{it} + \sum_{j=1}^{15} \delta_j \mathbf{IND}_{ji} + \sum_{l=1}^4 \gamma_l \mathbf{INDENT}_{li} + \alpha_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Lembra-se que em razão das variáveis *dummy* presentes nos modelos, representados pelas equações 4, 5 e 6, o  $\beta_0$  corresponde a média das empresas do setor de energia elétrica (IND08) com propriedade de empresa nacional holding (INDENT3), denominados grupo de referência<sup>4</sup>. Os coeficientes das demais variáveis *dummy* representam a diferença de médias com o grupo de referência.

Após a definição dos modelos, as regressões foram estimadas através do método de Dados de Painel. De acordo com Wooldridge (2006), um conjunto de dados em painel possui dimensões tanto de corte transversal como de série temporal e para coletar os dados da pesquisa – algumas vezes chamados de dados longitudinais – deve-se acompanhar os mesmos indivíduos, empresas, estados, ou o que seja, ao longo do tempo. Nesta pesquisa foram observadas 41 empresas pelo período de 2001 à 2010, conforme descrito na seção 3.5.

Uma das limitações deste método reside na possibilidade de desconsiderar fatores não observáveis que podem prejudicar a correta identificação do relacionamento entre os índices de sustentabilidade e governança corporativa e seus possíveis determinantes. Caso alguma destas “variáveis omitidas” influencie a variável dependente e seja correlacionada com os regressores incluídos no modelo,

<sup>4</sup> Os critérios utilizados para seleção do grupo de referência serão explicados na Seção 4.1.

os coeficientes estimados serão inconsistentes. Sendo assim, foi realizado o teste de Hausman, para comparação entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios. A regressão de efeitos aleatórios se mostrou mais consistente, visto que controla as informações não observáveis de modo constante no tempo. O efeito específico não observável da *i*-ésima empresa captura quaisquer características intrínsecas das empresas que não variam com o tempo e que podem influenciar as variáveis dependentes estudadas (CARRACEDO, 2010).

Finalmente, confirmada a presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos modelos estimados, as regressões com efeitos aleatórios foram estimadas utilizando o estimador de Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (Feasible Generalized Least Squares - FGLS), conforme sugerido por Davidson & Mackinnon (1993, apud BRESSAN; BRAGA; BRESSAN, 2012). Hansen (2007, apud BRESSAN; BRAGA; BRESSAN, 2012) também utilizou estimadores FGLS quando detectou que os erros dos seus modelos de dados em painel apresentavam autocorrelação.

Para a realização de todos os testes estatísticos incluídos nesta pesquisa utilizou-se o pacote E-Views 7.0.

A partir da próxima seção, serão apresentados os resultados obtidos através das regressões estimadas e suas análises.

## 4 RESULTADOS

Utilizando os modelos apresentados nas equações 4, 5 e 6 e de posse da base de dados coletada e tratada conforme item 3.5, foi possível estimar os coeficientes da variável independente e das variáveis de controle relacionadas às variáveis IRA, IRS e IGOV. Neste capítulo, são apresentados a estatística descritiva, o tratamento das variáveis e a análise e discussão dos resultados.

### 4.1 Estatística descritiva

As médias e desvio-padrão (D.P.) das variáveis utilizadas na pesquisa são apresentados na tabela 2. A partir da análise desses dados foi possível verificar que dentre as variáveis dependentes pesquisadas, a que apresentou maior média foi o Índice de Responsabilidade Social (IRS). A variável Índice de Responsabilidade Ambiental (IRA) apresentou a menor média e o maior desvio padrão relativo. Com relação ao perfil da amostra, verificou-se que 17% das empresas analisadas pertenciam ao setor de energia elétrica (IND08), 12% eram do setor de siderurgia e metalurgia (IND18), 12% pertenciam a outros (IND24) setores, 10% representavam o setor de telecomunicações (IND20) e os 49% restantes, foram compostos pelos demais setores. A partir da tabela 2, foi possível observar também que 40% das empresas analisadas eram controladas por empresas nacionais holding (IDENT3), 30% eram controladas por grupos privados nacionais (INDENT2), 13% pertenciam a grupos estrangeiros (INDENT1), 10% eram empresas estatais (INDENT6) e 7% se referiam a grupos estrangeiros holding (INDENT4). A partir destas informações, selecionou-se as variáveis para compor o grupo de referência. Segundo Hardy (1993, apud COHEN et al., 2003), o grupo de referência para uso de variáveis dummy deve ser escolhido considerando três critérios: a) o grupo de referência deve servir como uma comparação útil (por exemplo, um grupo de controle); b) deve ser bem definido (por exemplo, evitar “outros”); e c) não deve ter um tamanho de amostra muito pequeno em relação aos outros grupos. Desta forma, considerando a representatividade das variáveis IND08 e IDENT3 na composição da amostra, selecionou-se o setor de energia elétrica e as empresas de propriedade nacional holding para compor o grupo de referência.

Analisando a base de dados construída, verificou-se que das 41 empresas pesquisadas, apenas 12 receberam o ativismo da PETROS no período de 2001 à 2010, com significativo aumento a partir do ano de 2004. Observou-se também que das empresas analisadas, 38 participavam, em algum período, da composição do IBrX e dessas, 30 participavam ao mesmo tempo da composição do IBOVESPA. Por fim, verificou-se que 70% das observações da amostra aderiram, em algum período, aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA e 54% faziam parte do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA.

Concluídas as análises preliminares da base de dados, se avaliou o nível de relação linear existente entre as variáveis. A existência de multicolinearidade foi analisada através da matriz de correlação, disponível na tabela 2. Com relação às variáveis dependentes, verifica-se uma alta correlação entre IRA e IRS (0,83). Já referente às variáveis explicativas, observou-se uma correlação acima de 0,6 entre as variáveis PIBX e PIBO (0,63) e REC e PIBO (0,61). Apesar desses valores serem os mais significativos, segundo Gujarati (2000) o coeficiente de correlação entre dois regressores deve exceder o valor de 0,8 para caracterizar uma alta correlação entre as variáveis. Sendo assim, os modelos propostos não apresentam problemas de multicolinearidade.

Após a verificação da matriz de correlação, as regressões foram estimadas através do método de Dados de Painel, com efeitos aleatórios. Os resultados obtidos a partir das regressões das equações 4, 5 e 6, serão apresentados e analisados individualmente nas seções seguintes.

Tabela 2 – Estatística descritiva e matriz de correlação

Variável	Média	D.P.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34			
1. IRA	8,74	6,72																																					
2. IRS	10,72	5,87	0,83																																				
3. IGOV	9,91	4,33	0,68	0,73																																			
4. ATV <sup>a</sup>	0,12	0,33	-0,04	-0,11	-0,08																																		
5. PIBO <sup>a</sup>	0,56	0,50	0,37	0,28	0,26	-0,15																																	
6. PIBX <sup>a</sup>	0,76	0,43	0,27	0,23	0,22	-0,12	0,63																																
7. CREC	39,42	49,30	-0,05	-0,06	-0,05	0,00	0,01	0,06																															
8. REC <sup>b</sup>	15,25	1,31	0,60	0,56	0,46	-0,09	0,61	0,48	0,05																														
9. TANG	0,94	1,37	0,05	-0,01	-0,03	-0,07	0,24	0,18	-0,14	0,03																													
10. ADR <sup>a</sup>	0,39	0,49	0,29	0,40	0,24	-0,08	0,34	0,17	0,08	0,57	0,27																												
11. BOV <sup>a</sup>	0,51	0,50	0,31	0,32	0,46	-0,11	0,02	0,07	-0,02	0,05	-0,04	-0,01																											
12. ISE <sup>a</sup>	0,20	0,40	0,40	0,44	0,33	-0,02	0,12	0,17	-0,17	0,22	0,14	0,10	0,30																										
13. OWN	55,71	21,68	-0,09	-0,02	-0,39	-0,02	-0,09	0,06	-0,01	-0,07	0,12	-0,04	-0,19	0,11																									
14. DESEMP	1,04	0,71	0,07	0,09	0,23	-0,09	0,07	0,13	0,11	0,04	-0,16	-0,14	-0,02	-0,04	0,03																								
15. PAYOUT	0,46	0,95	0,10	0,12	0,12	-0,04	0,04	0,08	-0,01	0,05	0,01	0,02	0,00	0,03	0,07																								
16. IND02_ALIM_BEBIDAS <sup>a</sup>	0,05	0,22	0,19	0,11	0,21	-0,05	0,02	-0,09	0,05	0,14	-0,10	0,05	0,00	-0,06	0,16	0,04																							
17. IND05_COMERCIO <sup>a</sup>	0,05	0,22	-0,08	-0,01	0,03	-0,08	-0,05	0,13	-0,01	0,09	-0,12	0,05	-0,05	-0,11	0,01	0,04	-0,01	-0,05																					
18. IND06_CONSTRUCAO <sup>a</sup>	0,02	0,15	-0,08	-0,12	-0,02	-0,06	-0,05	-0,10	0,20	-0,21	-0,08	-0,13	0,03	-0,08	-0,12	0,04	-0,02	-0,04	-0,04																				
19. IND08_ENERGIA <sup>a</sup>	0,17	0,38	0,06	0,08	-0,03	-0,05	0,18	0,16	-0,15	0,04	0,51	0,04	0,06	0,37	0,31	-0,19	0,12	-0,10	-0,10	-0,07																			
20. IND11_MAQIND <sup>a</sup>	0,05	0,22	-0,17	-0,03	-0,04	-0,05	-0,26	-0,22	-0,01	-0,24	-0,11	-0,18	-0,05	0,00	0,12	0,09	0,00	-0,05	-0,05	-0,04	-0,10																		
21. IND12_MINERACAO <sup>a</sup>	0,02	0,15	0,22	0,15	0,13	-0,06	0,14	0,09	0,04	0,25	0,05	0,20	0,09	-0,08	-0,04	0,14	-0,01	-0,04	-0,03	-0,07	-0,04																		
22. IND14_PAPEL <sup>a</sup>	0,05	0,22	0,14	0,00	-0,05	-0,02	-0,03	0,05	-0,03	-0,07	0,09	-0,18	0,15	0,06	0,15	-0,05	-0,06	-0,05	-0,05	-0,04	-0,10	-0,05	-0,04																
23. IND15_PET_E_GAS <sup>a</sup>	0,05	0,22	0,04	0,07	-0,04	0,16	0,18	0,10	0,03	0,25	-0,03	0,05	-0,23	-0,06	0,13	0,05	-0,01	-0,05	-0,05	-0,04	-0,10	-0,05	-0,04																
24. IND16_QUIMICA <sup>a</sup>	0,05	0,22	0,12	0,10	0,14	0,05	0,02	0,10	0,15	0,15	-0,09	0,28	0,09	0,11	0,02	-0,07	-0,03	-0,05	-0,05	-0,04	-0,10	-0,05	-0,04																
25. IND18_SIDER_E_METAL <sup>a</sup>	0,12	0,33	0,17	0,08	-0,06	0,02	0,03	0,14	0,00	0,09	-0,06	0,01	0,01	-0,07	0,05	-0,08	0,04	-0,08	-0,08	-0,06	-0,17	-0,08	-0,06	-0,08															
26. IND20_TELECOM <sup>a</sup>	0,10	0,30	-0,05	0,07	-0,10	-0,07	0,07	0,07	0,18	-0,03	0,41	-0,34	-0,02	-0,01	-0,10	-0,05	-0,07	-0,07	-0,05	-0,07	-0,07	-0,05	-0,07	-0,07	-0,12														
27. IND21_TEXIL <sup>a</sup>	0,05	0,22	-0,20	-0,24	-0,23	0,16	-0,26	-0,24	-0,02	-0,17	-0,08	-0,18	-0,05	-0,11	-0,01	-0,08	-0,01	-0,05	-0,05	-0,04	-0,10	-0,05	-0,04	-0,05	-0,05	-0,08	-0,07												
28. IND22_TRANSP_E_SERV <sup>a</sup>	0,02	0,15	-0,04	-0,03	0,22	-0,06	-0,02	0,01	0,00	-0,10	0,05	-0,13	0,12	0,04	-0,28	0,22	0,02	-0,04	-0,04	-0,03	-0,07	-0,04	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,06	-0,05	-0,04										
29. IND23_VEICULOS <sup>a</sup>	0,07	0,26	-0,05	-0,10	0,04	0,18	-0,32	-0,30	-0,04	-0,34	-0,15	-0,22	0,13	-0,07	-0,20	0,01	-0,02	-0,06	-0,06	-0,04	-0,13	-0,06	-0,04	-0,06	-0,06	-0,10	-0,09	-0,06	-0,04										
30. IND24_OUTROS <sup>a</sup>	0,12	0,33	-0,21	-0,15	-0,02	-0,07	0,18	0,09	-0,07	-0,11	-0,10	-0,15	0,11	-0,11	-0,13	0,11	-0,06	-0,08	-0,08	-0,06	-0,17	-0,08	-0,06	-0,08	-0,08	-0,14	-0,12	-0,08	-0,06	-0,10									
31. INDENTI ESTRANGEIRA <sup>a</sup>	0,13	0,34	-0,08	-0,08	-0,25	-0,15	0,12	0,12	-0,04	0,02	-0,10	-0,22	-0,11	-0,07	0,28	0,07	0,01	-0,09	-0,09	-0,06	0,11	-0,09	-0,06	-0,09	0,25	-0,09	0,25	0,02	-0,09	-0,06	-0,11	-0,03							
32. INDENTI2_PRIV_NACIONAL <sup>a</sup>	0,30	0,46	0,09	-0,06	0,06	0,05	-0,05	-0,03	0,03	-0,05	-0,10	-0,05	0,07	-0,05	-0,32	-0,13	-0,03	0,10	-0,02	0,24	-0,28	-0,15	-0,10	0,15	0,00	0,28	-0,14	0,10	0,00	0,12	0,00	0,00	-0,25						
33. INDENTI3_NAHOLD <sup>a</sup>	0,40	0,49	-0,11	0,05	0,03	0,06	-0,19	-0,21	0,06	-0,14	-0,19	0,07	0,03	-0,03	0,06	0,05	-0,08	-0,14	0,16	-0,13	-0,24	0,28	0,19	0,00	-0,18	0,14	-0,30	0,23	0,05	-0,13	0,06	0,15	-0,32	-0,53					
34. INDENTI4 ESTRHOLD <sup>a</sup>	0,07	0,26	0,03	0,01	0,14	-0,07	-0,04	0,09	-0,01	-0,04	0,09	-0,22	-0,05	0,00	0,01	0,22	0,10	0,29	-0,06	-0,04	0,23	-0,06	-0,04	-0,06	-0,06	-0,10	-0,09	-0,06	0,39	-0,08	-0,10	-0,11	-0,18	-0,23					
35. INDENTI6_ESTATAL <sup>a</sup>	0,10	0,31	0,12	0,10	0,06	0,04	0,29	0,19	-0,08	0,30	0,58	0,38	0,03	0,25	0,01	-0,09	0,09	-0,08	-0,08	-0,05	0,48	-0,08	-0,05	0,29	-0,08	-0,13	-0,11	-0,08	0,10	-0,10	-0,13	-0,13	-0,17	-0,28	-0,09				

Observações:

<sup>a</sup> Variável binária: 0 = não, 1 = sim.<sup>b</sup> Logaritmo

Fonte: Elaborada pela autora com base nos dados da pesquisa.

## 4.2 Índice de Responsabilidade Ambiental – IRA

Os testes da hipótese H1, representada pela equação 4, são apresentados na tabela 3. Primeiramente, foram estimadas todas as variáveis, conforme apresentado no Modelo 1a. Os resultados obtidos no Modelo 1a foram significativos, apresentando um coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$ ) de 0,5306, ou seja, a reta de regressão ajustada estimada permitiu explicar 53,06% da variação da variável IRA. Contudo, se observou que algumas variáveis não foram relevantes para o modelo estimado, apresentando um nível de significância inferior aos padrões utilizados ( $p$ -valor  $< 0,10$ ). Gujarati (2000) menciona que ao incluir uma variável desnecessária ou irrelevante ao modelo, o pesquisador pode incorrer em um erro de especificação, o que provocará a perda da eficiência dos estimadores e pode também levar ao problema da multicolinearidade, sem mencionar a perda dos graus de liberdade. Desta forma, realizou-se uma regressão com todas as variáveis e após se excluiu as não significativas, uma a uma considerando o  $p$ -valor de menor significância, até que todas as variáveis restantes se tornassem significativas a um nível superior a 10%. A regressão estimada apenas com as variáveis significativas está representada no Modelo 1b, disponível na tabela 3.

Os resultados obtidos no Modelo 1b foram significativos, apresentando um coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$ ) igual a 0,5296. Quando se analisa as regressões sob o aspecto do ativismo, verifica-se que o mesmo teve uma relação positiva e significativa ( $p$ -valor  $< 0,05$ ) com o Índice de Responsabilidade Ambiental. Entretanto, inspecionando visualmente o comportamento da variável dependente (ver gráfico 3) verificou-se que o efeito do ativismo sobre a variável IRA não ocorre sempre de forma instantânea. Eventualmente, o ativismo necessita de um período para surtir efeito. Desta forma, se estimaram novos modelos, com as variáveis independentes defasadas, a fim de se verificar esta possibilidade. Primeiramente se estimou o Modelo 1c, considerando todas as variáveis, e logo após se estimou o Modelo 1d, considerando apenas as variáveis significativas para a regressão estimada. Ambos modelos foram significativos, apresentado um  $R^2 = 0,5157$  e  $R^2 = 0,5173$ , respectivamente. Os resultados obtidos através das regressões dos modelos 1c e 1d são apresentados na tabela 3.

Os resultados encontrados através dos modelos 1b e 1d, exibidos na tabela 3, sugerem que o desempenho ambiental das empresas investidas é explicado pela

existência do ativismo do Fundo de Pensão. As variáveis ATV e IRA, apresentadas nos dois modelos, têm uma relação positiva e significativa, o que suporta a hipótese H1 desta pesquisa, de que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho ambiental das empresas nas quais investem. Verifica-se também, através dos resultados apresentados no Modelo 1d, que esta relação é mais significativa quando se observa as variáveis independentes defasadas de um período, evidenciando que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão não altera o nível de desempenho ambiental imediatamente, mas sim, após algum período de tempo.

Tabela 3 – Índice de Responsabilidade Ambiental

	IRA(t)		IRA(t+1)	
	Modelo 1a	Modelo 1b	Modelo 1c	Modelo 1d
Constante	-58,45 **	-61,26 **	-54,08 **	-58,50 **
ATV	1,50 *	1,47 *	1,89 **	1,84 **
PIBO	0,89		0,99	
PIBX	-0,32		-0,21	
CREC	-0,02 **	-0,01 **	-0,02 **	-0,02 **
REC	4,17 **	4,37 **	3,91 **	4,18 **
TANG	-0,22		-0,49 †	
ADR	-1,03		-0,22	
BOV	2,09 **	2,21 **	2,19 **	2,23 **
ISE	2,67 **	2,91 **	1,87 **	1,92 **
OWN	0,04 **	0,04 **	0,05 **	0,05 **
DESEMP	0,77		0,98 **	0,95 **
PAYOUT	0,24		0,23 *	0,25 *
IND02_ALIM_BEBIDAS	3,98	4,72	4,68	5,16 †
IND05_COMERCIO	-3,49	-3,33	-3,98	-3,81
IND06_CONSTRUCAO	6,82	7,98 †	6,71	7,52 †
IND11_MAQIND	-0,08	0,84	-0,94	-0,43
IND12_MINERACAO	0,75	0,64	-0,16	-0,45
IND14_PAPEL	5,11 *	5,40 **	5,26 **	5,22 **
IND15_PET_E_GAS	-2,88	-2,40	-3,29	-2,51
IND16_QUIMICA	0,26	-0,50	0,73	0,75
IND18_SIDER_E_METAL	3,85	3,80	2,84	2,94
IND20_TELECOM	-1,47	-2,05	-1,85	-1,80
IND21_TEXTIL	-0,74	-0,27	-1,66	-1,39
IND22_TRANSP_E_SERV	2,01	3,80	2,42	3,21
IND23_VEICULOS	5,84 *	6,62 **	5,10 †	5,65 *
IND24_OUTROS	-1,99	-1,12	-2,95	-2,22
INDENT1_ESTRANGEIRA	-2,58 **	-2,05 *	-2,23 *	-2,15 *
INDENT2_PRIV_NAC	-1,72 **	-1,71 **	-1,58 **	-1,43 **
INDENT4_ESTRHOLD	-0,22	-0,51	-0,28	-0,86
INDENT6_ESTATAL	-1,19	-1,92	-0,89	-1,87
R <sup>2</sup> Ajustado	0,53	0,53	0,52	0,52
F	16,41 **	20,18 **	14,06 **	16,17 **
DW	0,67	0,63	0,71	0,68
Nº de obs.:	410	410	369	369

Fonte: Resultados obtidos pela autora.

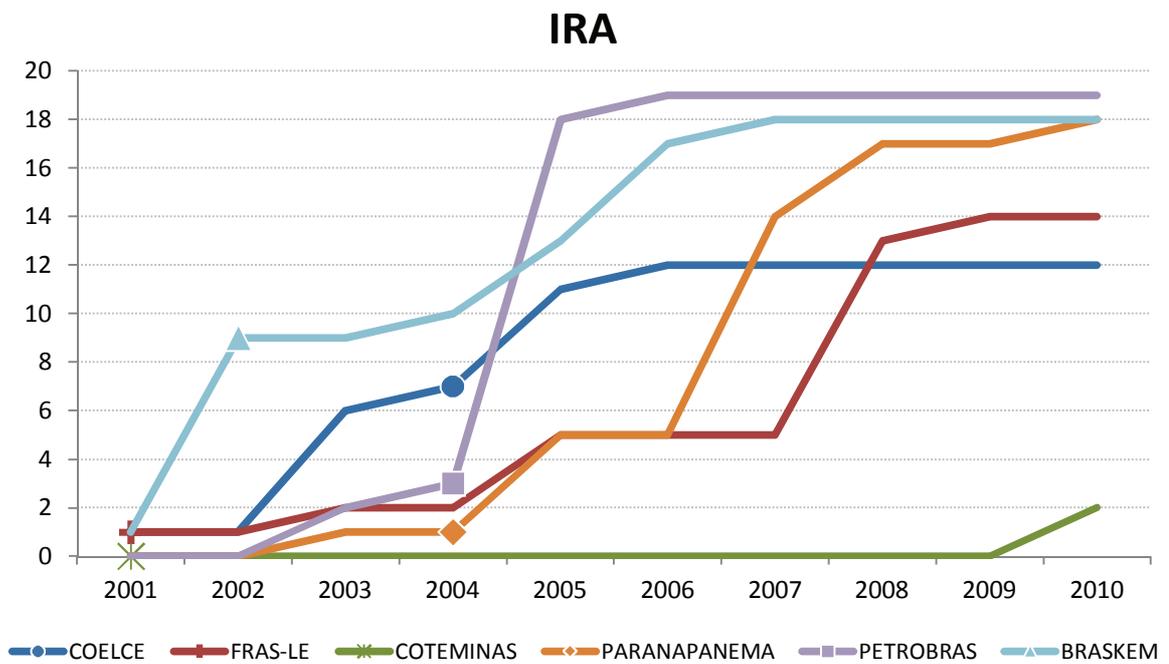
Notas: † significativa a 10%; \* significativa a 5%; \*\* significativa a 1%.

As probabilidades foram obtidas, considerando o erro padrão ajustado pelo método de White.

O grupo de referência, formado pelas variáveis IND08 (setor de energia elétrica) e INDENT3 (empresas de propriedade nacional holding), foi omitido conforme mencionado no item 4.1.

Este fato também pode ser ilustrado através do gráfico 3, o qual demonstra a evolução do nível de responsabilidade ambiental das seis empresas, presentes na amostra, que receberam o ativismo da PETROS por período igual ou superior a três anos. O ponto marcado em cada reta identifica o início do ativismo exercido pelo Fundo sobre a empresa. Observa-se que as empresas Coelce, Paranapanema e Petrobrás tiveram um aumento imediato em seu índice de responsabilidade ambiental, logo após receber o ativismo da PETROS. Já as empresas Fras-le e Braskem apresentaram um aumento em seu IRA, porém não imediatamente, o ativismo da PETROS demandou um período maior de tempo para surtir efeito. O IRA da empresa Coteminas não demonstrou reação ao receber o ativismo da PETROS.

Gráfico 3 - Evolução do IRA em empresas que receberam o ativismo da PETROS



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

### 4.3 Índice de Responsabilidade Social – IRS

Para estimar a regressão representada pela equação 5 utilizou-se o mesmo método realizado na seção anterior. Primeiramente, foram estimadas todas as variáveis, conforme apresentado no Modelo 2a. A seguir, estimou-se o Modelo 2b, com a exclusão das variáveis não significantes. A mesma sequência foi seguida para a regressão dos modelos considerando a defasagem da variável dependente, Modelo 2c e Modelo 2d, respectivamente. Todos os modelos estimados foram significativos, apresentando um  $R^2 > 0,53$ . Os resultados apurados são apresentados na tabela 4.

Os resultados apresentados pelas regressões estimadas sugerem que o desempenho social das empresas investidas é explicado pela existência do ativismo dos Fundos de Pensão. A relação existente entre as variáveis ATV e IRS, apresentada nos modelos 2b e 2d, é uma relação positiva e significativa ( $p$ -valor  $< 0,01$ ), o que sustenta a hipótese H2 desta pesquisa, de que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho social das empresas nas quais investem. Verifica-se também que os resultados apresentados com as variáveis independentes defasadas permanecem significativos ( $p$ -valor  $< 0,01$ ), o que corrobora a ideia de que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão altera o nível de desempenho social da empresa investida imediatamente, mas seus efeitos são maiores após o período de um ano.

Tabela 4 – Índice de Responsabilidade Social

	IRS(t)		IRS(t+1)	
	Modelo 2a	Modelo 2b	Modelo 2c	Modelo 2d
Constante	-41,19 **	-43,32 **	-37,47 **	-35,48 **
ATV	1,46 **	1,50 **	2,15 **	2,14 **
PIBO	-0,15		-0,64	
PIBX	0,27		0,44	
CREC	-0,01 **	-0,01 **	-0,02 **	-0,01 **
REC	3,25 **	3,39 **	3,01 **	2,87 **
TANG	-0,19		-0,51 *	-0,51 *
ADR	1,30		2,27 †	2,34 †
BOV	2,93 **	3,09 **	3,25 **	3,31 **
ISE	2,67 **	2,82 **	1,74 **	1,82 **
OWN	0,03 **	0,03 **	0,05 **	0,04 **
DESEMP	0,71		0,69 **	0,77 **
PAYOUT	0,20 **	0,21 **	-0,05	
IND02_ALIM_BEBIDAS	0,53	2,04	0,75	0,60
IND05_COMERCIO	-3,60	-2,15	-3,62	-3,31
IND06_CONSTRUCAO	2,15	3,21	2,10	1,78
IND11_MAQIND	1,50	2,48	1,43	1,49
IND12_MINERACAO	-4,78	-2,95	-4,11	-4,06
IND14_PAPEL	-1,29	-0,92	-0,98	-0,93
IND15_PET_E_GAS	-0,79	-0,26	-1,14	-1,02
IND16_QUIMICA	-3,83	-2,22	-3,27	-3,11
IND18_SIDER_E_METAL	-0,20	0,72	-0,89	-0,84
IND20_TELECOM	-1,68	-0,11	-1,72	-1,71
IND21_TEXTIL	-3,61	-3,00	-4,26	-4,16
IND22_TRANSP_E_SERV	2,97	3,89	2,35	2,07
IND23_VEICULOS	1,36	2,24	0,78	0,72
IND24_OUTROS	-2,78	-1,75	-3,10	-3,26
INDENT1_ESTRANGEIRA	-2,98 **	-2,70 *	-2,09 †	-2,00 †
INDENT2_PRIV_NAC	-1,12 †	-1,25 *	-0,74	-0,65
INDENT4_ESTRHOLD	-3,55 *	-3,48 *	-1,66	-1,43
INDENT6_ESTATAL	-4,07 **	-3,14 *	-2,52 †	-2,66 *
R <sup>2</sup> Ajustado	0,55	0,55	0,53	0,53
F	17,41 **	20,73 **	14,85 **	16,51 **
DW	0,72	0,69	0,70	0,70
Nº de obs.:	410	410	369	369

Fonte: Resultados obtidos pela autora.

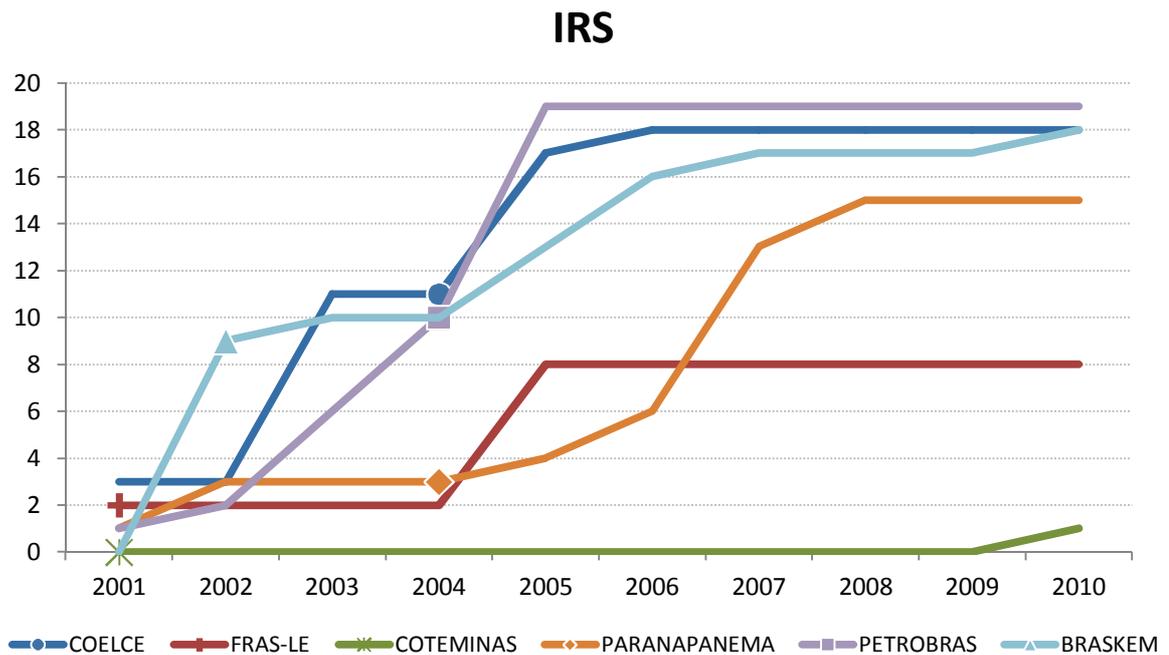
Notas: † significativa a 10%; \* significativa a 5%; \*\* significativa a 1%.

As probabilidades foram obtidas, considerando o erro padrão ajustado pelo método de White.

O grupo de referência, formado pelas variáveis IND08 (setor de energia elétrica) e INDENT3 (empresas de propriedade nacional holding), foi omitido conforme mencionado no item 4.1.

No gráfico 4, é demonstrada a evolução do nível de responsabilidade social de 6 empresas da amostra que receberam o ativismo da PETROS por período igual ou superior a três anos. O ponto marcado em cada reta indica o início do ativismo exercido pelo Fundo sobre a empresa. Observa-se que as empresas Coelce e Petrobrás tiveram um aumento relevante e instantâneo em seu Índice de Responsabilidade Social, logo após receber o ativismo da PETROS. Já as empresas Braskem e Paranapanema apresentaram um aumento em seu IRS, porém não imediatamente, o ativismo da PETROS demandou um período maior de tempo para surtir efeito. Por fim, verifica-se que os índices de responsabilidade social das empresas Fras-le e Coteminas não apresentaram reação ao receber o ativismo da PETROS.

Gráfico 4 - Evolução do IRS em empresas que receberam o ativismo da PETROS



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

#### 4.4 Índice de Governança Corporativa – IGOV

A regressão representada pela equação 6, foi estimada da mesma forma que as regressões das variáveis IRA e IRS. Inicialmente, foram estimadas todas as variáveis, conforme apresentado no Modelo 3a. Na sequência, estimou-se o Modelo 3b, com a exclusão das variáveis não significantes. O mesmo procedimento foi adotado em relação aos modelos 3c e 3d, que consideram a defasagem das variáveis independentes. Todos os modelos foram representativos, apresentando um coeficiente de determinação ajustado superior a 0,55. Os resultados apurados são apresentados na tabela 5.

Observando os resultados apresentados pelos modelos 3b e 3d, verificou-se que, diferentemente dos resultados expostos pelas regressões das variáveis IRA e IRS, a defasagem da variável ATV em relação a variável IGOV, não se reflete em uma melhora nos resultados do ativismo. As variáveis ATV e IGOV, apresentadas nos modelos 3b e 3d, possuem uma relação positiva e significativa, o que suporta a hipótese H3 desta pesquisa, de que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o nível de governança corporativa das empresas nas quais investem.

Esta inferência vai de encontro ao resultado dos estudos de Punsuvo, Kayo e Barros (2007), uma vez que os mesmos observaram uma relação negativa entre o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão e a qualidade dos mecanismos de governança das empresas investidas. A diferença na conclusão dos resultados pode ser explicada pelo conceito de ativismo utilizado que, nesta pesquisa, se refere à participação de Conselheiros indicados pela PETROS nos Conselhos das empresas investidas, enquanto que, na pesquisa realizada por aqueles autores, se refere apenas à participação acionária dos Fundos de Pensão no capital social das empresas investidas. Com base nesta conclusão é possível sugerir que a influência dos Fundos de Pensão sobre o nível de Governança Corporativa das empresas nas quais investem é melhor exercida com a sua participação própria nas decisões estratégicas da empresa e não somente com o investimento de seus recursos.

Tabela 5 – Índice de Governança Corporativa

	IGOV(t)		IGOV(t+1)	
	Modelo 3a	Modelo 3b	Modelo 3c	Modelo 3d
Constante	-26,54 **	-28,90 **	-23,77 **	-24,11 **
ATV	0,69 *	0,76 **	0,70 *	0,81 *
PIBO	-1,40 **	-1,57 **	-1,24 **	-1,36 **
PIBX	1,13 **	1,26 **	0,60	0,73 †
CREC	-0,01 **	-0,01 **	-0,01 **	-0,01 **
REC	2,40 **	2,55 **	2,25 **	2,29 **
TANG	0,37 **	0,35 *	0,29	
ADR	0,72		1,39 *	1,53 *
BOV	2,84 **	2,88 **	2,84 **	2,84 **
ISE	0,94 *	0,84 *	0,26	
OWN	-0,04 **	-0,04 **	-0,03 **	-0,03 **
DESEMP	1,01 **	0,89 **	1,35 **	1,30 **
PAYOUT	0,08		0,04	
IND02_ALIM_BEBIDAS	0,45	0,93	-0,35	-0,68
IND05_COMERCIO	-1,57	-1,14	-2,33	-2,79
IND06_CONSTRUCAO	2,93 *	3,35 †	2,86 †	2,71
IND11_MAQIND	2,05	2,46	1,76	1,56
IND12_MINERACAO	-4,18 †	-3,41	-4,94 †	-5,07
IND14_PAPEL	-1,66	-1,48	-1,89	-1,84
IND15_PET_E_GAS	-0,98	-1,28	-1,31	-2,06
IND16_QUIMICA	-1,22	-0,46	-1,43	-1,81
IND18_SIDER_E_METAL	-2,02 †	-1,76	-2,53	-2,85
IND20_TELECOM	-2,34 **	-1,51 †	-3,20 **	-3,48 **
IND21_TEXTIL	-2,50 **	-2,28 †	-3,26 **	-3,52 **
IND22_TRANSP_E_SERV	4,90 **	4,95 **	4,66 *	4,59 †
IND23_VEICULOS	2,17 *	2,52 †	1,75 †	1,50
IND24_OUTROS	-0,83	-0,43	-1,58	-1,80
INDENT1_ESTRANGEIRA	-0,88 †	-0,55	-0,72	-0,54
INDENT2_PRIV_NACIONAL	(0,04)	0,07	0,17	0,21
INDENT4_ESTRHOLD	(0,86)	-0,71	-0,40	-0,26
INDENT6_ESTATAL	-3,85 **	-2,71 **	-4,07 **	-3,32 **
R <sup>2</sup> Ajustado	0,60	0,60	0,56	0,56
F	21,47 **	22,92 **	16,67 **	18,18 **
DW	0,77	0,80	0,80	0,83
Nº de obs.:	410	410	369	369

Fonte: Resultados obtidos pela autora.

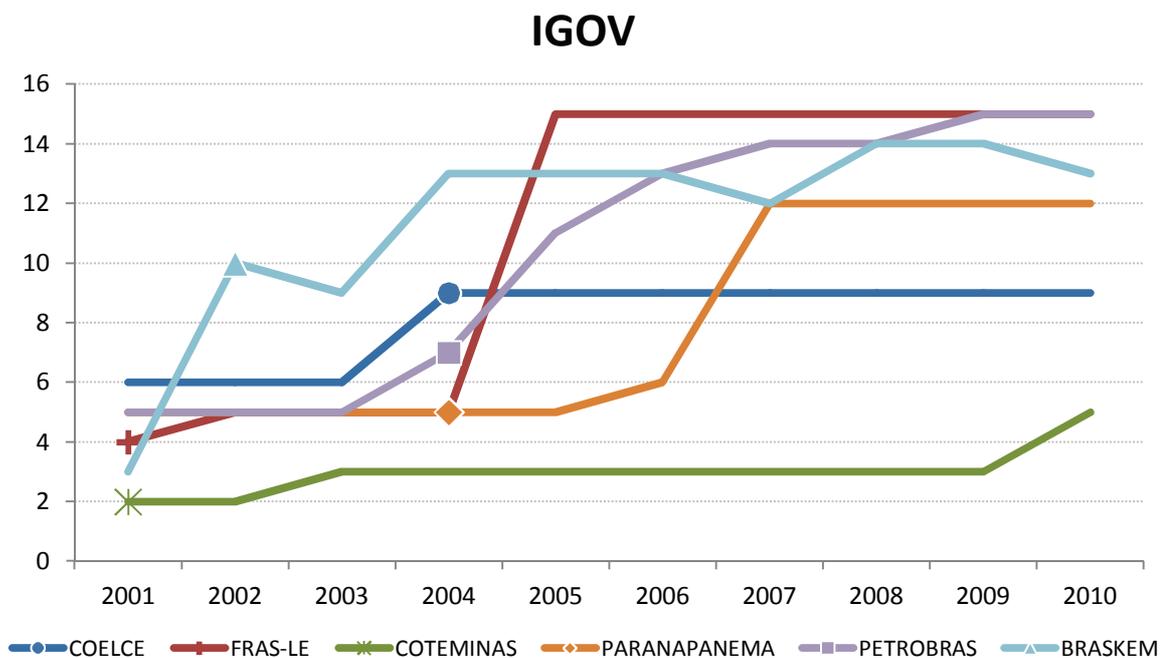
Notas: † significativa a 10%; \* significativa a 5%; \*\* significativa a 1%.

As probabilidades foram obtidas, considerando o erro padrão ajustado pelo método de White.

O grupo de referência, formado pelas variáveis IND08 (setor de energia elétrica) e INDENT3 (empresas de propriedade nacional holding), foi omitido conforme mencionado no item 4.1.

Do mesmo modo que foi ilustrado para os itens 4.1.1 e 4.1.2, segue no gráfico 5, a evolução do nível de governança corporativa das empresas presentes na amostra que receberam o ativismo da PETROS por período igual ou superior a três anos. O ponto marcado em cada reta indica o início do ativismo exercido pelo Fundo sobre a empresa. Observa-se que as empresas Fras-le e Petrobrás tiveram um aumento imediato em seu índice de governança corporativa, logo após receber o ativismo da PETROS. Já as empresas Coteminas e Parapanema apresentaram um aumento em seu IGOV, somente um período após receber o ativismo da PETROS. Nos casos das empresas Coelce e Braskem, o IGOV teve um crescimento considerável antes de receber o ativismo da PETROS.

Gráfico 5 - Evolução do IGOV em empresas que receberam o ativismo da PETROS



Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa

#### 4.5 Variáveis de Controle

Os Índices IRA, IRS e IGOV são relacionados também de forma significativa com as variáveis, tamanho da empresa (REC) e adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA (BOV) que apresentaram um coeficiente positivo e significativo em todos os modelos estimados. Já a variável,

oportunidades futuras de crescimento (CREC) apresentou um coeficiente marginalmente negativo, porém relevante em todos os modelos. As variáveis PIBO, PIBX e ADR foram significativas apenas nos modelos estimados para a variável IGOV. A participação das empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA, variável ISE, apresentou relação positiva e altamente significativa para todos os modelos estimados das variáveis IRA e IRS, já em relação ao Índice de Governança Corporativa deixou de ser significativa a partir dos modelos 3c e 3d, com a defasagem de um período nas variáveis independentes. Os resultados apresentados pela variável OWN (estrutura de propriedade e controle) foram significativos em todas as regressões estimadas, apresentando uma relação positiva frente às variáveis IRA e IRS e negativa em relação a variável IGOV. O desempenho da empresa (DESEMP) apresentou resultados positivos e significativos para todas as regressões de IGOV, entretanto, se tornou positivo e significativo para as variáveis IRA e IRS somente após a defasagem das variáveis independentes, modelos c e d. As variáveis TANG e PAYOUT não demonstraram relações consistentes nas regressões estimadas.

Com relação aos setores de atuação das empresas, cabe lembrar que a média das empresas do setor de energia elétrica, variável IND08, é o grupo de referência e que as variáveis IND05, IND11, IND15, IND16 e IND24, apesar de não relevantes para os modelos, foram mantidas nas regressões estimadas, pois se referem a *dummy* da mesma variável. Dentre os setores observados, aqueles que se destacaram em relação a variável IRA, foram: papel (IND14) e veículos (IND23), ambos apresentaram uma relação positiva, significando que possuem melhor desempenho ambiental médio em comparação ao setor de energia elétrica. Já em relação a variável IRS, nenhum setor se mostrou significativo. Em relação a variável IGOV, os setores significantes em todos os modelos foram: telecomunicações (IND20), têxtil (IND21) e transportes e serviços (IND22). Os setores telecomunicações e têxtil apresentaram coeficientes negativos, indicando que o nível médio de governança corporativa é menor do que o nível médio do setor de energia elétrica, ao passo que, o setor de transportes e serviços apresentou um coeficiente positivo, indicando exatamente o contrário apresentado pelas variáveis IND20 e IND21. Verificou-se ainda que a relação existente entre os setores e a variável IGOV ficou menos significativa após a defasagem das variáveis independentes.

Com relação ao controle acionário das empresas é importante lembrar que a média das empresas de propriedade nacional holding, variável INDENT3, é o grupo de referência. Quando se analisa a relação do tipo de controle acionário das empresas com as variáveis IRS e IGOV, verifica-se que há uma relação negativa e significativa com as empresas de propriedade estatal (INDENT6), sugerindo que a média do nível de responsabilidade social e de governança corporativa das empresas nacionais holding são maiores do que os níveis médios apresentados pelas empresas estatais. As empresas de propriedade estrangeira (INDENT1) apresentam uma relação negativa e significativa com a variável IRS, significando que a média do nível de responsabilidade social das empresas nacionais holding são maiores do que os níveis médios apresentados pelas empresas estrangeiras. Por fim, os tipos de controles acionários que se destacam em relação a variável IRA são propriedade estrangeira (INDENT1) e propriedade de empresas privadas nacionais (INDENT2), ambas apresentam um coeficiente negativo, sugerindo que essas empresas apresentam um nível de desempenho ambiental menor do que empresas nacionais holding.

A partir dos resultados apresentados nesta seção e disponíveis nas tabelas 3, 4 e 5, passa-se para a discussão dos resultados, a fim de investigar as relações encontradas entre o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão e os níveis de desempenho ambiental, social e de governança corporativa das empresas investidas.

#### **4.6 Discussão dos resultados**

Os resultados apresentados na seção anterior corroboram os estudos de Guercio e Hawkins (1999), pois apresentam uma robusta relação entre o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão e as mudanças no comportamento sustentável das empresas nas quais investem. Verificou-se também que esse ativismo, não se trata de um ato isolado de um único Fundo de Pensão, ele “é exercido por um conjunto de entidades, tais como PETROS, PREVI, FUNCEF, VALIA, entre outros, que detém, individual ou conjuntamente, parcela expressiva do capital das empresas analisadas. Essa condição lhes confere poder para influenciar a gestão das empresas, através de votos qualificados em assembleias de acionistas ou através do

assento em Conselhos, para que adotem práticas sustentáveis, incorporando fatores ambientais, sociais e de governança, em seu planejamento e gestão estratégicos<sup>5</sup>”.

A partir desta declaração e observando a base de dados coletada, pode-se sugerir que os Fundos de Pensão influenciam os índices de sustentabilidade e de governança corporativa das empresas, algumas vezes antes mesmo de exercer o ativismo sobre elas. Este fato se torna possível quando o Fundo incorpora os critérios de ESG em suas decisões sobre os investimentos e as empresas interessadas em atrair estes investidores, adotam práticas sustentáveis em seu negócio e melhoram a qualidade de sua governança corporativa.

O objetivo principal de um Fundo de Pensão em exercer o ativismo sobre a empresa investida está relacionado diretamente a maximização do retorno de seus investimentos a longo prazo (GUERCIO; HAWKINS, 1999). Vários autores pesquisam sobre a relação existente entre o desempenho socioambiental e de governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas. A presente pesquisa não teve essa pretensão, contudo, é possível sugerir que os níveis de desempenho ambiental, social e de governança corporativa estão relacionados de forma positiva e significativa com o tamanho da empresa (REC), ou seja, quanto maior for a receita operacional líquida obtida pela empresa, maior será também a preocupação com o desempenho ambiental, social e de governança corporativa de seu negócio. Este resultado sugere que para empresas com visão estratégica de longo prazo, as questões ambientais, de responsabilidade social e de governança corporativa deixaram de ser encaradas apenas como uma exigência legal e passaram a ser consideradas como importantes variáveis dentro da competitividade empresarial.

As dimensões ambiental, social e de governança corporativa dizem respeito a relação de responsabilidade da empresa para com seus *stakeholders*. De fato, através dos resultados obtidos na pesquisa, se observa uma alta correlação existente entre as variáveis IRA e IRS, entretanto, quando relacionadas à variável IGOV, apresentam uma correlação menor. Os Índices de Responsabilidade Ambiental e Social apesar de medirem fatores distintos, compartilham de uma característica semelhante que diz respeito à responsabilidade da organização para com os *stakeholders* mais remotos (sociedade como um todo e meio ambiente), ao

---

<sup>5</sup> Segundo Paulo Camillo Pinto de Gusmão, Analista de Planejamento Estratégico da PETROS. Informação obtida em mensagem pessoal datada de 30/11/2012.

passo que o Índice de Governança Corporativa (IGOV) está voltado à responsabilidade da gestão da empresa para com os stakeholders mais próximos (proprietários e acionistas) que possuem estruturas formais de representação (Conselho de Administração), o que explica talvez as diferenças apuradas na correlação existente entre esses três índices.

A variável ISE, acrescentada na pesquisa como variável de controle se mostrou bastante relevante em relação aos modelos estimados para IRA e IRS. Os coeficientes apurados denotam uma relação positiva e significativa em relação às variáveis dependentes, indicando que as empresas que participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA (ISE) apresentam um nível de responsabilidade ambiental e social maior do que as empresas que não participam. De fato, essa relação era esperada, uma vez que somente integram este índice empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial.

Quanto aos setores de atuação das empresas estudadas é importante observar a relação da variável IRA com os setores que possuem atividades utilizadoras de recursos ambientais consideradas de significativo potencial de degradação ou poluição, conforme instrumentos EIA/RIMA instituído pela Resolução Conama n.º 001/86, de 23/01/1986. Dentre os setores abordados pela pesquisa, são considerados pela EIA/RIMA os seguintes: construção (IND06), energia elétrica (IND08), mineração (IND12), minerais não metálicos (IND13), papel e celulose (IND14), petróleo e gás (IND15), química (IND16), siderurgia e metalurgia (IND18) e têxtil (IND21). A partir dos setores mencionados, verificou-se uma relação positiva e significativa com a variável IND14, setor de papel e celulose. Lembrando que a variável referente ao setor de energia elétrica (IND08) é o grupo de referência e que ambos os setores são considerados poluentes, verifica-se que o setor de papel e celulose apresenta em média um nível de responsabilidade ambiental maior do que o setor de energia elétrica.

## 5 CONCLUSÃO

O objetivo geral desta pesquisa foi analisar a relação entre o ativismo exercido por um Fundo de Pensão brasileiro, signatário do PRI, e o nível de governança corporativa e práticas sustentáveis adotados pelas empresas investidas. Sendo assim, o estudo proposto foi dividido em três partes inter-relacionadas.

Primeiramente, se identificou as formas de ativismo existentes e suas motivações. Após, se definiu qual forma de ativismo exercida pelos Fundos de Pensão era mais representativa para a pesquisa. A seguir se definiu a amostra a ser pesquisada.

Em um segundo momento, foram estabelecidos os critérios e/ou indicadores para medir o nível de governança corporativa e a adoção de práticas sustentáveis nas empresas investidas. Os índices referentes às práticas sustentáveis, denominados de IRA e IRS, foram elaborados com base no Relatório Social 2010 da ABRAPP (2011), no modelo de Relatório de Sustentabilidade do *Global Reporting Initiative – GRI* (2006), e no questionário do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE, 2005) da BM&FBOVESPA. Para medir o nível de governança corporativa das empresas investidas se utilizou o índice denominado IGOV, elaborado por Silveira (2004, p. 99) e testado novamente, mais tarde, por Punsuvo, Kayo e Barros (2007, p. 67).

Após a definição dos índices e da amostra, se realizou a coleta e o tratamento dos dados. A seguir, se estabeleceu os modelos a serem testados e se realizou as regressões através do método de Dados de Painel. Como acontece na maioria das pesquisas, os modelos estimados apresentaram algumas limitações. Antes de iniciar a análise dos modelos, se observou que as regressões estimadas indicavam um problema de heterocedasticidade, verificada através do método de White<sup>6</sup>. Para a correção deste problema, os modelos foram estimados considerando a matriz consistente de White, a fim de ajustar as variâncias em função de heterocedasticidade. Outro fato relevante foi a autocorrelação encontrada nos modelos, apresentada através dos valores da estatística de Durbin-Watson (*DW*). Os

---

<sup>6</sup> O teste geral de heteroscedasticidade de White é realizado a partir da regressão dos resíduos sobre as variáveis explicativas em nível, ao quadrado e cruzadas. O tamanho da amostra ( $n$ ) multiplicado pelo  $R^2$  obtido nesta regressão segue a distribuição por qui-quadrado com o número de regressores exceto o intercepto ( $g$ ), ou seja,  $n.R^2 \sim \chi^2_{g}$ . Se  $n.R^2 > \chi^2_{g}$  rejeitamos a hipótese nula de homocedasticidade. O p-valor desta regressão fornece a probabilidade exata de ocorrer a hipótese nula (GUJARATI, 2000).

pontos de significância estabelecidos na Estatística  $d$  de Durbin-Watson para mais de 200 observações e 20 variáveis explicativas, excluindo o termo constante, com um nível de significância de 0,05%, são  $d_l = 1,554$  e  $d_s = 1,991$ . Nas regressões estimadas, os valores apresentados para  $d$  são inferiores a 1,000, indicando correlação serial positiva de primeira ordem. Entretanto, embora se verifique a presença de autocorrelação e heterocedasticidade nas regressões estimadas, os mesmos não inviabilizam o presente estudo, uma vez que o estimador de Mínimos Quadrados Generalizados Factíveis (FGLS) é um estimador robusto e, portanto, menos sensível à heterocedasticidade e a autocorrelação.

Por fim, foram apurados os resultados e analisados os índices de responsabilidade ambiental (IRA), responsabilidade social (IRS) e governança corporativa (IGOV) das empresas investidas, antes e após a presença do ativismo do Fundo de Pensão. Os resultados encontrados suportam as hipóteses lançadas no início da pesquisa, as quais consideram que o ativismo exercido pelos Fundos de Pensão está positivamente relacionado com o desempenho socioambiental e com o nível de governança corporativa das empresas investidas.

O período escolhido para a realização da pesquisa (2001-2010) foi de grandes mudanças no mercado mundial, inicialmente formado por altos níveis de produtividade e, depois, por uma rápida desaceleração da economia, causada pela crise econômica iniciada no final do ano de 2007. Neste período, surgiram discussões importantes acerca do desenvolvimento sustentável e da governança corporativa em relação ao mercado e seus investimentos, como por exemplo, os Princípios para o Investimento Responsável (*Principles for Responsible Investment - PRI*) elaborados em 2006, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, criado em 2005 e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, ao final do ano 2000. Os resultados e as análises realizadas nesta pesquisa sugerem que os modelos testados são plausíveis. Sendo assim, estudos futuros poderiam considerar outros períodos, que oferecessem um amadurecimento maior do PRI; outros Fundos de Pensão, a fim de verificar se Entidades menores também conseguem êxito com o ativismo que exercem sobre as empresas investidas; e outros métodos de análises, tais como Painel Dinâmico (Generalized Method of Moments / Dynamic Panel Data - GMM/DPD), que permitem analisar melhor a autocorrelação existente nos modelos, a qual indica que as variáveis dependentes defasadas (IRA(-1), IRS(-1) e IGOV(-1))

estão explicando parte delas mesmas no período (IRA, IRS e IGOV). Enfim, a lacuna encontrada na literatura adicionada a crescente demanda dos Fundos de Pensão por novos estudos a respeito dos impactos de suas ações, permitem a realização de uma variedade de novas pesquisas. Por exemplo, sabe-se que algumas empresas melhoram suas práticas sustentáveis e de governança corporativa, visando atrair os investimentos dos Fundos de Pensão, mas esta relação é significativa? A melhora nestes índices permanece após o investimento realizado pelo Fundo de Pensão?

Os Princípios para o Investimento Responsável, abordados nesta pesquisa, são apenas o impulso para uma ampla transformação nas questões de responsabilidade ambiental, social e de governança corporativa das empresas. De fato, quanto maior for a exigência dos Fundos de Pensão, maior também será o enquadramento das empresas nestas questões, visando atrair esses investidores para os seus negócios.

## REFERÊNCIAS

- ABRAMSON, L.; CHUNG, D. Socially responsible investing: viable for value investors? **Journal of Investing**, v. 9, n.3, p.73-80, 2000.
- ALEXANDER, G. J.; BUCHHOLZ, R. A. Corporate social responsibility and stock market performance. **Academy of Management Journal**, v. 21, n. 3, p. 479-486, 1978.
- ALMEIDA, M. F. L. **Sustentabilidade corporativa, inovação tecnológica e planejamento adaptativo: dos princípios a ação**. Tese (Doutorado em Engenharia Industrial) – Departamento de Engenharia Industrial. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, 2006.
- AMALRIC, F. Pension funds, corporate responsibility and sustainability. **Ecological Economics**, v. 59, n. 4, p. 440–450, out. 2006.
- ARAÚJO, G. C. de; MENDONÇA, P. S. A Análise do processo de implantação das normas de sustentabilidade empresarial: um estudo de caso em uma agroindústria frigorífica de bovinos, **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 2, mar./abr. 2009.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - ABRAPP. **Relatório social 2010**. Disponível em: <[http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=estudo\\_pesquisa/estudo\\_pesq.html&TipoConteudo=Balanco\\_Social&idMenu=61](http://www.abrapp.org.br/ppub/pef.dll?pagina=servscript&QUALS=estudo_pesquisa/estudo_pesq.html&TipoConteudo=Balanco_Social&idMenu=61)>. Acesso em: 01 Abr. 2011.
- \_\_\_\_\_. **Consolidado estatístico**. São Paulo, jan. 2011. Disponível em: <[www.abrapp.org.br](http://www.abrapp.org.br)>. Acesso em: 6 jun. 2011.
- BAIMA, F. R. **Análise de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil**. 1998. Dissertação (Mestrado) – Programa de pós-graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 1998.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Ed. 70, 1994.
- BARRO, R. J. Economic growth in a cross section of countries. **Quarterly Journal of Economics**, v. 106, 407–443, may. 1991.
- BAUER, M. W.; GASKELL, G. **Qualitative researching with text, image and sound: a practical handbook**. Sage, 2000.
- BELKAOUI, A. The impact of the disclosures of the environmental effects of organizational behavior on the market. **Financial Management**, v. 5, n. 4, p. 26-31, 1976.
- BENDAVID-VAL, A.; PERINE, C. **Environmental competitiveness: completing the competitiveness paradigm**. Washington: Chemonics International Inc., July, 2003.

Disponível em: <[http://www.archives.smia.info/2003/SMIA\\_Bendavid-Val.pdf](http://www.archives.smia.info/2003/SMIA_Bendavid-Val.pdf)>. Acesso em: 18 fev. 2011.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BLOOM, D. E.; CANNING, D.; SEVILLA, J. The effect of health on economic growth: theory and evidence. Nber working paper No. w8587. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, Mass, nov. 2001.

BRESSAN, V. G. F., BRAGA, M. J., BRESSAN, A. A. Análise da dominação de membros tomadores ou poupadores de recursos nas cooperativas de crédito mineiras. **Economia Aplicada**, São Paulo, v. 16, n. 2, p. 339-359, 2012. Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-80502012000200006&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-80502012000200006&script=sci_arttext)>. Acesso em: 3 dez. 2012.

BROMILEY, P.; MARCUS, A. The deterrent to dubious corporate behavior: profitability, probability, and safety recalls. **Strategic Management Journal**, v. 10, n. 3, p. 233-250, may/jun. 1989.

CARRACEDO, A. C. **Determinantes da Reserva de Caixa das Empresas Brasileiras**. Dissertação - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

CARROLL, A. B. A Three-dimensional conceptual model of corporate performance. **The Academy of Management Review**, v. 4, n. 4, p. 497-505, oct. 1979.

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**. Chicago, v. 38, n. 3, p. 268-295, sep. 1999.

CASTRO, C. M. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

COHEN, J.; COHEN, P.; WEST, S.G.; AIKEN, L. S. **Applied Multiple Regression/Correlation Analysis for the Behavioral Sciences**. 3. Ed. Mahwah: Lawrence Erlbaum Associates, 2003.

COHEN, M.; FENN, S.; NAIMON, J. **Environmental and financial performance: are they related?** working paper. Vanderbilt University, Nashville, 1995.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Bookman: Porto Alegre, 2005.

COMISSÃO MUNDIAL SOBRE MEIO AMBIENTE E DESENVOLVIMENTO - CMMAD. **Nosso futuro comum**. 2. ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1991.

COMISSÃO TÉCNICA NACIONAL DE GOVERNANÇA DA ABRAPP. A Governança e o cumprimento do dever fiduciário. In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS

DE PENSÃO, 30°. **Cenário econômico mundial: momentos difíceis, competências maiores.** Curitiba, 2009. p. 190-197.

CORE, J.; GUAY, W.; RUSTICUS, T. Does weak governance cause weak stock returns? an examination of firm operating performance and investors' expectations. **Journal of Finance**, v. 61, n. 2, p. 655-687, apr. 2006.

CRISOSTOMO, V. L.; GONZALEZ, E. V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, p. 139-155, jan./abr. 2006.

DAILY, C. M.; DALTON, D. R.; CANNELLA, A. A. Corporate governance: decades of dialogue and data. **The Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 371-382, jul. 2003.

DAVIDSON, W. N.; WORRELL, D. L. The Impact of announcements of Corporate Illegalities on Shareholder Returns. **Academy of Management Journal**, v. 31, n. 1, p.195-200, mar. 1988.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, mar. 2003.

DERWALL, J.; GUENSTER, N.; BAUER, R.; KOEDIJK, K. The eco-efficiency premium puzzle. **Financial Analysts Journal**, v. 61, n. 2, p.51-63, mar/abr. 2005.

EDWARDS, D. **The Link between Company Environmental and Financial Performance.** Earthscan Publications, London. 1998.

ELKINGTON, J. **Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business** Capstone Publishing Ltd, Oxford, hardback 1997, paperback 1999.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983.

FONTES FILHO, J. R. **Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma análise segundo as teorias da agência e institucional.** Tese (Doutorado em Administração) – Curso de Doutorado em Administração. Fundação Getúlio Vargas Rio de Janeiro, RJ, 2004.

FREEDMAN, M.; JAGGI, B. Pollution Disclosures, Pollutions Performance e Economic Performance. **Omega**, v. 10, n. 2, p. 167-176, 1982.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine Company**, p. 7-11, sep. 1970.

FUKUYAMA, F. **Trust: The Social Virtues and the Creation of Prosperity.** Free Press, New York, 1995.

GAVRONSKI, I. **Estratégia de Operações Sustentáveis: Produção, Suprimentos, Logística e Engenharia Alinhados com a Sustentabilidade Corporativa.** Tese

(Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 2009.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. **Contemporary Finance Digest**, v. 2, p. 10–34, 1998.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 275-305, 1999.

GILLAN, S. L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, jun. 2006.

GOMPERS, P.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p.107-155, feb. 2003.

GLOBAL REPORTING INITIATIVE - GRI. **Diretrizes para Relatório de Sustentabilidade**, 2006.

GRIFFIN, J. J; MAHON, J. F. The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research. **Business and Society**, v. 36, n. 1, p. 5-31, mar. 1997.

GUERCIO, D. D.; HAWKINS, J. The motivation and impact of pension fund activism. **Journal of Financial Economics**, v. 52, p. 293-340, 1999.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. São Paulo: Makron, 2000.

HAMILTON, J. **Pollution as news: media and stock market reactions to the Toxics Release Inventory Data**. *Journal of Environmental Economics and Management*, v. 28, n. 1, p. 98-113, jan. 1995.

HARRISON, L.E., HUNTINGTON, J.E. (Eds.). **Culture Matters. How Values Shape Human Progress**. Basic Books, New York, 2000.

HART, S., AHUJA, G. **Does it pay to be green? An empirical examination of the relationship between emission reduction and firm performance**. *Business Strategy and the Environment*, v. 5, n. 1, p. 30-37, mar. 1996.

HAWKEN, P.; LOVINS A. B.; LOVINS, H. L. **Capitalismo Natural: criando a próxima revolução industrial**, Cultrix – Amana-Key, 1999.

HAWLEY, J.; WILLIAMS, A. **The Emergence of Universal Owners: some implications of institutional equity ownership**. *Challenge*, v.43, n.4 jul/ago, 2000 p. 43-61

HERAS-SAIZARBITORIA, I.; MOLINA-AZORÍN, J. F.; DICK, G. P. M. **ISO 14001 certification and financial performance: selection-effect versus treatment-effect**. *Journal of Cleaner Production*, v. 19, n. 1, p. 1-12, jan. 2011.

HIMICK, D. Relative performance evaluation and pension investment management: A challenge for ESG investing. **Critical Perspectives on Accounting**. Canadá, v. 22, n. 2, p. 158–171, fev. 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4.ed. São Paulo, SP: IBGC, 2009.

INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL, 2011, Disponível em: <<http://www.ethos.org.br>>. Acesso em: 10 Set. 2011.

ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL - ISE. **BM&FBOVESPA, 2005**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&idioma=pt-br>>. Acesso em: 10 Set. 2011.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

JOHNSON, R. A.; GREENING, D. W. Relationships Between Corporate Social Performance, Financial Performance, and Firm Governance. **Best Paper Proceedings of the Academy of Management**, p. 314-318, 1994.

JUDGE, W., DOUGLAS, T. **Performance implications of incorporating natural environmental issues into the strategic planning process: an empirical assessment**. *Journal of Management Studies*, v. 35, n. 2, p. 241-262, mar. 1998.

KING, A., LENOX, M. **Exploring the locus of profitable pollution reduction**. *Management Science*, v. 48, n. 2, p. 289-299, fev. 2002.

KLASSEN, R., MCLAUGHLIN, C. **The impact of environmental management on firm performance**. *Management Science*, v. 42, n. 8, p. 1199-1214, aug. 1996

KNACK, S.; KEEFER, P. Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation. **Quarterly Journal of Economics**, v. 112, n. 4, p. 1251–1288, nov. 1997.

LODI, J. B. **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. 9 ed. Campus. Elsevier: Rio de Janeiro, 2000.

LUCAS JR., R. E. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? Papers and Proceedings of the Hundred and Second Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, v. 80, n. 2, p. 92-96, may. 1990.

MANKIW, N. G.; ROMER, D.; WEIL, D. N. A contribution to the empirics of economic growth. **Quarterly Journal of Economics**, v. 107, n. 2, 407–437, may. 1992.

MEADOWS, D. H.; MEADOWS, D. L.; RANDERS, J.; BEHRENS, W. W. **Limits to growth**. United States: Potomac Associates, Washington, DC, 1972.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. **Corporate governance**. 4th edn. Chichester, UK: Wiley. 2007.

NAÇÕES UNIDAS. **Princípios para o Investimento Responsável**. 2006.

NAÇÕES UNIDAS. **Princípios para o Investimento Responsável**. 2007.

Disponível em: <<http://www.unpri.org/principles/portuguese.php>> Acesso em: 19 jul. 2011.

OLIVEIRA, W. P. O Papel dos Fundos no Mercado de Capitais. In: **Governança Corporativa e os Fundos de Pensão**. Coordenação editorial: Sergio Rosa. 1 ed. São Paulo: ABRAPP, 2010, p. 64-73.

OPLER, T. C.; SOKOBIN, J. Does coordinated institutional activism work? An analysis of the activities of the Council of Institutional Investors. **Ohio State University**, oct. 1995.

ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F.L.; RYNES, S.L. Corporate social and financial performance: A meta-analysis Organization Studies. **Social Investment Forum Foundation**, v. 24, n. 3, p.403-441, dec. 2004.

PORTA, R.L., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. **Trust in large organizations**. American Economic Review 87, 333–338, 1997.

PORTER, M.; KRAMER, M. **A Vantagem Competitiva da filantropia empresarial**, In: PORTER, M. *Competição*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

PRINCIPLES FOR RESPONSABLE INVESTMENT - PRI. **Annual Report of the PRI Initiative 2010**. New York, 2010. Disponível em:

<[http://www.unpri.org/files/annual\\_report2010.pdf](http://www.unpri.org/files/annual_report2010.pdf)>. Acesso em: 23 ago. 2011.

\_\_\_\_\_. **Annual Report of the PRI Initiative 2009**. New York, 2009. Disponível em:

<<http://www.unpri.org/files/PRI%20Annual%20Report%2009.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2011.

\_\_\_\_\_. **Report on Progress 2008**. New York, 2008. Disponível em:

<[http://www.unpri.org/files/2008PRI\\_Report\\_on\\_Progress.pdf](http://www.unpri.org/files/2008PRI_Report_on_Progress.pdf)>. Acesso em: 23 ago. 2011.

\_\_\_\_\_. **Report on Progress 2007**. New York, 2007. Disponível em:

<<http://www.unpri.org/report07/PRIReportOnProgress2007.pdf>>. Acesso em: 23 ago. 2011.

\_\_\_\_\_. **Asset owner signatories Brazil**. New York, [2011?]. Disponível em:

<[www.unpri.org/signatories](http://www.unpri.org/signatories)>. Acesso em: 6 jun. 2011.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63-72, set./dez. 2007.

PUTNAM, R. Making Democracy Work. **Civic Traditions in Modern Italy**. Princeton University Press, Princeton. 1993.

ROSS, S. A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. **American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 134-139, mai. 1973.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança Corporativa – Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 5 ed. Atlas: São Paulo, 2011.

RUSSO, M., FOUTS, P. **A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability**. *Academy of Management Journal*, v. 40, n. 3, p. 534-559, jun. 1997.

SALA-I-MARTIN, X. I just ran two million regressions. *Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association*. **The American Economic Review**, v. 87, n. 2, p. 178–183, may. 1997.

SCHERER, A. L. F. O modelo norte-americano de governança corporativa: gênese, instrumentos e conseqüências. **Revista Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 24, n. 2, p. 429-452, 2003.

SETHI, S. P. Dimensions of corporate social responsibility. **California Management Review**, v. 17, n. 3, p. 58-64, 1975.

SHANE, P. B.; SPICER, B. H. Market Response to Environmental Information Produced outside the Firm. **The Accounting Review**, v. 58, n. 3, p. 521-538, jul. 1983.

SHARMA, S., VREDENBURG, H. **Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities**. *Strategic Management Journal*, v. 19, n. 8, p. 729-753, aug. 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, jun. 1997.

SILVA, L. S. A. da; QUELHAS, O. L. G. **Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto**. G&P, 2006. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/gp/v13n3/02.pdf>>. Acesso em: 18 Fev. 2011.

SILVEIRA, A. Di M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. Di M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SMITH, M. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. **Journal of Finance**, v. 51, p. 227-252. 1996.

SPENCER, B. A.; TAYLOR, G. S. A Within and Between Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance. **Akron Business and Economic Review**, v. 18, n. 3, p. 7-18, 1987.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR - PREVIC. **Estatística mensal**. Brasília, dez. 2010. Disponível em: <[www.mpas.gov.br/previc.php](http://www.mpas.gov.br/previc.php)>. Acesso em: 6 jun. 2011.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. The corporate social--financial performance link. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 4, p. 303-319, apr. 1997.

WAHAL, S. Pension Fund Activism and Firm Performance. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 1, p. 1-23, mar. 1996.

WBCSD. World Business Council for Sustainable Development. **Corporate Social Responsibility**, jan. 2000.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria – uma abordagem moderna**. Pioneira Thomson Learning: São Paulo, 2006.